



**Universidad**  
Zaragoza

## Trabajo Fin de Máster

Evolución y Análisis Bibliométrico de los Fondos  
de Inversión Socialmente Responsables

Evolution and Bibliometric Analysis of Socially  
Responsible Investment Funds

Autora

Ana María López Orta

Directora

Begoña Gutiérrez Nieto

Facultad de Economía y Empresa

2021

## RESUMEN

El presente trabajo de fin de máster consiste en la investigación sobre los fondos de inversión socialmente responsables. En primer lugar, se ha analizado la inversión socialmente responsable de forma genérica. En segundo lugar, se ha explicado de forma más específica en qué consisten los fondos de inversión socialmente responsables, desarrollando la parte de regulación, haciendo una comparación de su patrimonio con respecto a los fondos de inversión convencionales y mostrando la evolución del número de fondos de inversión socialmente responsables, así como la rentabilidad, el riesgo y las ventajas e inconvenientes que presentan. Por último, se ha realizado un análisis bibliométrico de los fondos de inversión socialmente responsables, cuyo objetivo ha sido identificar qué documentos son los más influyentes y, también identificar la estructura conceptual de este campo de investigación a través del análisis de palabras claves. Para cumplir con ello, se ha utilizado el programa VOSviewer y la base de datos de Web of Science para el periodo 1999-2021. Se han analizado 154 estudios y este análisis proporciona una idea de las tendencias de investigación sobre los fondos de inversión socialmente responsables (ISR).

**Palabras clave:** fondos de inversión socialmente responsables, inversión socialmente responsable, fondos éticos, ASG, Web of Science, VOSviewer, análisis de citas.

## ABSTRACT

This paper consists of research on socially responsible investment funds. First of all, socially responsible investment has been analyzed in a generic way. Secondly, responsible investment funds have been explained more specifically, developing their regulatory part, making a comparison of their assets with respect to conventional investment funds and showing the evolution of the number of socially responsible investment funds. Finally, a bibliometric analysis of socially responsible investment funds has been carried out, whose aim has been to identify which documents are the most influential and also identify the conceptual structure of this research field through co-word analysis. To achieve this goal, the VOSviewer program and Web of Science database have been used for the period 1999-2021 and this analysis provides an idea of the research trends on socially responsible investment (SRI) funds.

**Keywords:** socially responsible investment funds, socially responsible investment, ethical funds, ESG, Web of Science, VOSviewer, citation analysis.

## ÍNDICE

ÍNDICE DE ILUSTRACIONES Y TABLAS .....	4
1. INTRODUCCIÓN .....	6
2. LA INVERSIÓN SOCIALMENTE RESPONSABLE.....	8
2.1. ORIGEN Y EVOLUCIÓN .....	8
2.2. ESTRATEGIAS DE INVERSIÓN SOCIALMENTE RESPONSABLE .....	9
2.2.1. ISR CENTRAL .....	10
2.2.2. ISR AMPLIA .....	11
2.3. EVOLUCIÓN DE LAS ESTRATEGIAS ISR .....	13
3. LOS FONDOS DE INVERSIÓN SOCIALMENTE RESPONSABLE .....	14
3.1. DEFINICIÓN.....	14
3.2. REGULACIÓN DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN ISR .....	16
3.3. EVOLUCIÓN DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN SOCIALMENTE RESPONSABLES .....	20
3.4. LISTADO DE FONDOS DE INVERSIÓN SOCIALMENTE RESPONSABLE .....	22
3.5. BINOMIO RENTABILIDAD-RIESGO .....	25
3.6. VENTAJAS E INCONVENIENTES .....	26
4. ANÁLISIS EMPÍRICO DE LOS FONDOS ISR .....	27
4.1. HERRAMIENTAS UTILIZADAS .....	27
4.2. RECOPIACIÓN DE DATOS .....	28
4.3. IMPACTO DE LOS FONDOS ISR EN LA LITERATURA.....	36
4.3.1. ANÁLISIS DE CITAS.....	37
4.3.2. ANÁLISIS DE CO-CITAS .....	40
5. CONCLUSIONES .....	45
BIBLIOGRAFÍA .....	48

## ÍNDICE DE ILUSTRACIONES Y TABLAS

<b>GRÁFICO 1:</b> Evolución de las estrategias ISR en la última década en España por volumen de activos (en miles de euros).....	13
<b>GRÁFICO 2:</b> Comparativa del patrimonio (millones de euros) de los activos gestionados con criterios ASG y el total de la Inversión Colectiva (IIC-Institución de Inversiones Colectiva- y FP-fondos de pensiones-) en España.....	21
<b>GRÁFICO 3:</b> Evolución del número de fondos de inversión socialmente responsables nacionales e internacionales.....	22
<b>TABLA 1:</b> Listado de Fondos de Inversión Socialmente Responsable.....	24
<b>GRÁFICO 4:</b> Volumen de búsquedas ASG.....	29
<b>GRÁFICO 5:</b> Número de publicaciones de fondos de inversión socialmente responsables por año en Web of Science.....	31
<b>GRÁFICO 6:</b> Número de publicaciones de fondos de inversión socialmente responsables por año en Google Scholar.....	32
<b>GRÁFICO 7:</b> Número de citas sobre los fondos de inversión socialmente responsables por año.....	33
<b>TABLA 2:</b> Número de publicaciones según el tipo de documento.....	34
<b>TABLA 3:</b> Número de publicaciones según la categoría.....	34
<b>GRÁFICO 8:</b> Número de publicaciones por las cinco áreas de investigación de Web of Science.....	35
<b>GRÁFICO 9:</b> Número publicaciones por país.....	35
<b>GRÁFICO 10:</b> Mapa basado en palabras clave del periodo comprendido entre el año 1999 y 2021 .....	37
<b>GRAFICO 11:</b> Red de citas de autores de fondos de inversión socialmente responsables.....	39
<b>TABLA 4:</b> Revistas con el número de publicaciones recibidos y las citas de de cada una de ellas.....	39

<b>GRÁFICO 12:</b> Red de citas de fondos de inversión socialmente responsables por países.....	40
<b>GRÁFICO 13:</b> Red de co-citas de documentos de fondos socialmente responsables.....	41
<b>GRÁFICO 14:</b> Red de co-citas de autores de fondos de inversión socialmente responsables.....	43
<b>GRÁFICO 15:</b> Red de co-citas de fuentes de fondos de inversión socialmente responsables.....	44

## 1. INTRODUCCIÓN

El presente trabajo trata sobre los fondos de inversión socialmente responsables, que actualmente están cobrando importancia. Según la Global Sustainable Investment Alliance (GSIA), la inversión socialmente responsable (ISR) cifraba 27,79 billones de euros en 2018 (Spainsif, 2020).

A falta de estudios oficiales con los que contrastar, diversas fuentes apuntan que esta cantidad aumentó de forma significativa en 2019, debido a la tendencia alcista de este tipo de inversiones en los últimos años que se vio incentivada por la mayor concienciación hacia los aspectos medioambientales, sociales y de gobernanza en todos los ámbitos.

Cada vez es más relevante contribuir a la mejora y protección del medio ambiente, la integración social, el desarrollo sostenible y la erradicación de la pobreza. Una posible estrategia consiste en canalizar el ahorro de pequeños inversores hacia aquellos agentes que trabajan de un modo respetuoso con la sociedad, el planeta y las personas, teniendo en cuenta valores éticos, sociales y medioambientales y que no se reduce simplemente al binomio riesgo/rentabilidad. A esto se le llama **inversión socialmente responsable (ISR)**.

Este mayor interés social está relacionado con las iniciativas internacionales dirigidas a desarrollar políticas ambientales y sociales en materia de finanzas sostenibles. La Unión Europea orienta sus políticas a la eficiencia en el uso de los recursos y la economía sostenible con la intención de construir un sistema financiero que apoye el crecimiento sostenible (Escrig-Olmedo et al. 2019).

Actualmente, las empresas se ven en la obligación de tener políticas de buen gobierno con el objetivo de captar financiación. Para canalizar esta financiación se crearon fondos de inversión socialmente responsables que destinan su patrimonio hacia compañías con un cierto compromiso con el medioambiente, el desarrollo sostenible y la integración de criterios sociales y de gobernanza, cuyo resultado es colaborar en la consecución de un mundo mejor.

Los fondos de inversión socialmente responsables deben cumplir con tres criterios: ambientales, sociales y de buen gobierno (ASG). Los criterios ambientales pueden afectar de manera positiva o negativa, como las emisiones de gases de efecto invernadero, las energías renovables o la eficiencia energética, entre otros. En los criterios sociales se

incluyen los aspectos que están relacionados con la sociedad en general. Por último, los criterios de buen gobierno hacen referencia a la calidad de la gestión, la cultura o el riesgo de la empresa. (Sciarelli et al. 2021).

Además, la sociedad también hace especial hincapié en el concepto de responsabilidad social. Un término que se define como el conjunto de actividades que desarrolla una empresa y que se compromete voluntariamente con el fin de mejorar el entorno social y medioambiental en el que se actúa.

El hecho de que una empresa desarrolle malas prácticas en estos aspectos mencionados, no sólo le hace perder inversores sino también capital. Por estos motivos, las empresas se implican más en este tema, con el fin de que la responsabilidad social empresarial o corporativa formen parte de la cultura y de los valores de las compañías con el fin de dar una buena imagen de cara a los inversores, clientes y a la sociedad en general. Decir que tanto los inversores como los clientes son quienes demandan un mayor grado de transparencia por parte de las empresas a la hora de presentar su información y sus políticas de buen gobierno.

El **objetivo de este trabajo** es analizar cómo han evolucionado los fondos de inversión socialmente responsables a lo largo del tiempo e identificar qué documentos son los que mayor influencia tienen a la hora de analizar los fondos de inversión socialmente responsables y determinar la estructura intelectual del campo a través de un análisis bibliométrico.

Para ello, se va a hacer uso del software **VOSviewer**, cuya principal ventaja es la visualización de la red de citas. Con ayuda de este programa se desarrollan mapas de conocimiento en materia de los fondos ISR con el fin de analizar datos y relacionar conceptos.

La estructura que presenta este trabajo es la siguiente. En primer lugar, se detalla una visión general sobre el origen y la evolución de la inversión socialmente responsable. En segundo lugar, se explica de una forma más concreta las características de los fondos de inversión socialmente responsables y cómo han ido evolucionando. Por último, se realiza un estudio empírico con las herramientas mencionadas anteriormente con el fin de observar el impacto que tienen los fondos ISR en la literatura académica.

## 2. LA INVERSIÓN SOCIALMENTE RESPONSABLE

### 2.1. ORIGEN Y EVOLUCIÓN

El origen de la inversión socialmente responsable radica en las motivaciones de índole moral y religiosa. Según Fernández-Izquierdo y Muñoz-Torres (2009), en la década de los cincuenta, algunos grupos religiosos, como los cuáqueros, empezaron a aplicar políticas de inversión con el fin de discriminar aquellas actividades que estuvieran relacionadas con la producción de armamento supuestamente destinadas al abastecimiento de las necesidades de la guerra, y las que estuvieran relacionadas con el tabaco y alcohol y la industria del juego.

Posteriormente, durante la Guerra de Vietnam, grupos activistas plantearon la idea de que la inversión podría ser un importante instrumento de presión ante las empresas. En la década de los 80 se utilizaron estas inversiones contra la política de Apartheid practicada por el gobierno de Sudáfrica. Por ello, surgieron movimientos para evitar la inversión en ciertas empresas de Sudáfrica favorables a la segregación racial.

Debido a estos dos sucesos, emerge la inversión socialmente responsable mediante las instituciones de inversión colectiva que dieron lugar a los primeros **fondos de inversión éticos** o también llamados **socialmente responsables**.

En 1968, se creó el primer fondo ético en Estados Unidos llamado Pax World Fund. Este fondo excluía de su cartera aquellas empresas relacionadas con la producción de armamento, supuestamente destinada al abastecimiento de las necesidades de la guerra.

La decisión de muchos inversores de no invertir en compañías con negocios en Sudáfrica y las presiones políticas, tuvo como consecuencia la reducción del número de compañías norteamericanas que invertían directamente en este país en más del 50% entre 1984 y 1990. A partir de entonces, mediante el desarrollo de las instituciones de inversión colectiva en EE.UU. se consolidan las inversiones socialmente responsables.

Europa fue pionera en la creación y comercialización de fondos de inversión socialmente responsables y en 1965 se creó en Suecia el primer fondo de inversión ético, el Ansvar Aktiefond Sverige.

En 1984 se lanzó el primer fondo ético en Reino Unido, llamado Friends Provident Stewardship. En este país es más maduro el mercado de la inversión socialmente



responsable, con un potente crecimiento desde 1989, a pesar de ser Suecia el país donde existe un mayor porcentaje de inversión socialmente responsable por habitante.

Como ya se ha comentado, la inversión socialmente responsable se ha centrado en la exclusión de determinados sectores industriales de las carteras de inversión. Pero, en los años 90, se han incorporado criterios económicos, medioambientales, sociales y de gobierno corporativo, eligiendo aquellas empresas que son mejores en su sector (best in class) sin realizar ningún proceso de exclusión previo. A esta nueva vertiente se le denomina **inversión sostenible**: Ovadally et al. (2021), Bieksa et al. (2021), Shields et al. (2021) y Hugues et al. (2021).

Durante los años 90 y hasta los primeros años del siglo XXI, los fondos de inversión socialmente responsables se expandieron desde Estados Unidos hasta el resto de los países, especialmente en los de la Unión Europea, con un crecimiento muy destacado del número de fondos de inversión de este tipo. La consolidación de la ISR se ha producido principalmente en la segunda década del siglo XXI impulsado por los Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS) y el Plan de Acción de Finanzas Sociales de la Comisión Europea (CNMV, 2018).

Según la Global Sustainable Investment Alliance (GSIA) las inversiones en activos de ISR han crecido, solo entre 2016 y 2018, un 11% en Europa, 38% en Estados Unidos, 42% en Canadá, 46% en Australia y Nueva Zelanda y 307% en Japón (Plana, 2020).

## **2.2. ESTRATEGIAS DE INVERSIÓN SOCIALMENTE RESPONSABLE**

Desde el punto de vista de la Responsabilidad Social Corporativa, es necesario integrar criterios económicos, sociales, medioambientales y de gobierno corporativo a la hora de tomar de decisiones.

Existen una variedad de estrategias de inversión ISR que van desde el carácter acomodaticio, es decir, las que utilizan los criterios negativos o excluyentes en la selección de activos hasta las más pro-activas, que hacen uso de criterios positivos y que permiten elegir aquellas empresas que son mejores en determinadores criterios.

A continuación, se van a desarrollar cada una de las estrategias de la inversión socialmente responsable considerando el estudio realizado por Spainsif (2020) acerca de esta materia, en el que se distinguen dos tipos de estrategias, ISR central e ISR amplia, de acuerdo con el estudio sobre la inversión socialmente responsable de Eurosif (2006).

- **ISR central** (*core*): comprende los criterios negativos y excluyentes, best in class y las inversiones sostenibles temáticas.
- **ISR amplia** (*broad*): abarca la ISR central e incluye la ISR basada en exclusiones simples, incluido el screening simple referente a estándares, el diálogo de los inversores y la integración de factores ASG.

## **2.2.1. ISR CENTRAL**

### **2.2.1.1. CRITERIOS NEGATIVOS Y EXCLUYENTES**

Esta estrategia trata de excluir industrias, líneas de actividad o productos del universo de títulos elegibles de una cartera de inversión si involucran actividades basadas en criterios específicos. Los criterios ASG más habituales objeto de exclusión son empresas que están vinculadas con armas, juego, compañías que fabrican tabaco o alcohol, pruebas con animales y pornografía. Las exclusiones pueden ser aplicadas a nivel de fondo individual pero también a nivel corporativo para cualquier inversión.

### **2.2.1.2. BEST IN CLASS**

Esta estrategia tiene como fin seleccionar aquellas empresas que muestran las mejores prácticas en aspectos ASG y que por tanto tienen un mejor comportamiento.

Según Spainsif (2020) “el mayor esfuerzo que se necesita para poder llevar a cabo este tipo de estrategia caracteriza a las entidades financieras y gestoras que asumen un mayor compromiso con la sostenibilidad en sus políticas de inversión”.

Se trata de una estrategia que no requiere de altos costes materiales y temporales, sino que la empresa se ajusta a los recursos que tiene disponibles. Los Índices Bursátiles Sostenibles tales como Dow Jones Sustainability, Morgan Stanley Capital International (MSCI) o los de Morningstar criban sus componentes por región, sector, comportamiento ASG o temática, permitiendo la gestión pasiva de la cartera.

Para las empresas que dispongan de más recursos y que quieran un total control de su proceso best in class, tienen la posibilidad de tener a su disposición un equipo ASG para extraer, analizar y ponderar la información ASG de las empresas a seleccionar.

Según Spainsif (2020) en los mercados financieros que tienen una madurez ASG suficiente, el best in class suele evolucionar hacia la integración ASG, criterio que se explicará más adelante.

### ***2.2.1.3. INVERSIONES SOSTENIBLES TEMÁTICAS***

Esta estrategia se centra en invertir en empresas que exploten las mejores oportunidades de las principales tendencias que están relacionadas con la sostenibilidad en el largo plazo, es decir, se escogen valores que corresponden a una determinada temática ASG.

Las inversiones sostenibles temáticas se relacionan con las energías renovables, la eficiencia energética, la movilidad sostenible, la gestión responsable de las empresas e iniciativas centradas en los Objetivos de Desarrollo Sostenible.

Los gestores se encargan de analizar las tendencias e identificar los cambios que afectan a la sociedad y al medioambiente y los segmentos de la economía que se benefician de esos cambios.

### ***2.2.2. ISR AMPLIA***

Como ya se ha mencionado anteriormente, la ISR amplia abarca las estrategias explicadas en la ISR central y, además, tres nuevas estrategias que son las que se detallan a continuación.

#### ***2.2.2.1. SCREENING SIMPLE REFERENTE A ESTÁNDARES***

Esta estrategia de screening simple se basa en estándares internacionales y normas basadas en criterios ASG. Algunos de estos estándares y normas que se utilizan son aquellas desarrolladas por la OCDE, las Naciones Unidas y sus agencias, como el Pacto Mundial, la OIT, UNICEF o ACNUR.

Esta estrategia ISR incluye revisiones de inversiones centradas en normas internacionales o combinaciones de normas que cubren los aspectos ASG. Las normas internacionales en materia ASG son definidas por organismos internacionales como la ONU. Estas normas generalmente tienen vocación de ser entendidas universalmente, incluso si no se aplican o no son adoptadas universalmente.

Cuando se identifican las empresas con activos que potencialmente violan estas normas o estándares, el gestor del fondo puede tomar una serie de acciones diferentes. Una acción común es la desinversión, pero antes el gestor del fondo puede preferir establecer un diálogo activo con la empresa. El proceso de análisis en última instancia debe tener un impacto sobre la cartera del fondo.

Esta estrategia de exclusión puede converger y es por eso que se requiere de un cierto criterio para asignar la clasificación correcta. La diferencia se puede observar en la decisión del gestor: cuando el gestor del fondo se refiere específicamente a las normas externas, tales como las directrices del Pacto Mundial de Naciones Unidas o de la OCDE para las empresas multinacionales, está utilizando la revisión basada en normas, en caso contrario, estará utilizando exclusiones.

Otra diferencia es que el screening basado en estándares implica un análisis en el que se juzga la actividad de la empresa en función de la actividad realizada por otras empresas similares o en función de que cubran unos criterios ASG mínimos.

#### ***2.2.2.2. DIÁLOGO DE LOS INVERSORES***

El activismo de los accionistas supone un diálogo con el equipo que dirige las compañías, haciendo uso de uno de los derechos básicos y fundamentales de todo accionista, que es participar como copropietarios a la hora de tomar decisiones. Pueden actuar mediante poder de voto o diálogo con las compañías.

- **Poder de voto:** a través del derecho a voto o las delegaciones de voto en la Junta de Accionistas Anual, los accionistas pueden influir en las estrategias y prácticas ASG de los emisores.
- **Diálogo con las compañías:** el activismo accionarial a través del diálogo activo abre canales de comunicación entre los accionistas y los emisores con el fin de tomar decisiones para modificar comportamientos empresariales, y decidir si invertir o desinvertir en ciertas compañías.

#### ***2.2.2.3. INTEGRACIÓN EN CRITERIOS ASG***

A diferencia de las demás, esta estrategia se basa en la inclusión explícita, por parte de los gestores de activos de criterios ASG, en el análisis financiero y las decisiones de inversión. Para ello, se imponen restricciones obligatorias sobre las decisiones de los criterios en el análisis de la inversión, basadas en ratings/valoraciones financieras derivadas de la investigación de los criterios ASG.

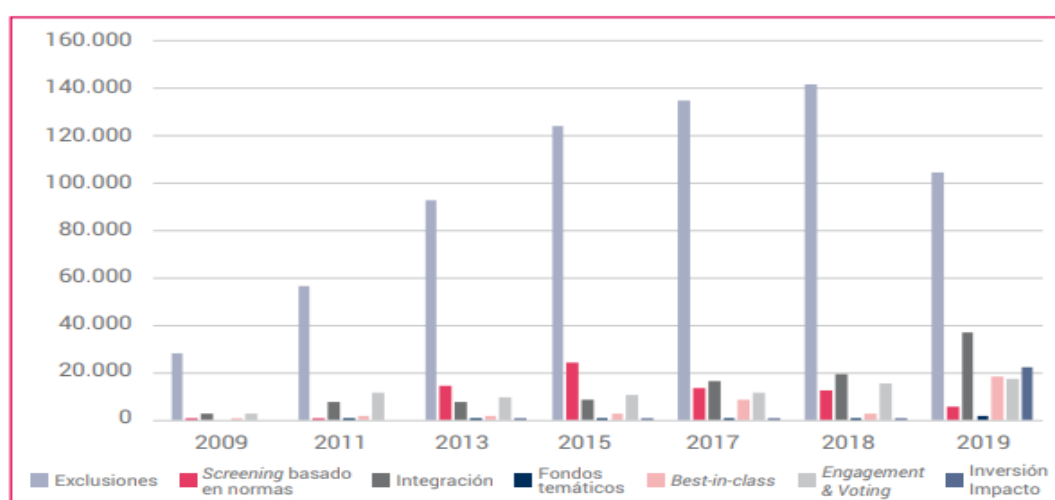
La profundidad y las oportunidades que ofrece la integración ASG hace que muchas entidades financieras y gestoras de activos la diferencien de la inversión sostenible que aplica otras estrategias. La integración ASG dispone de un alto grado de adaptación según

la empresa, el sector, el tipo de inversión y la gestión de riesgos y oportunidades a corto y largo plazo. Permite batir a los competidores que operan en el mismo sector con calificaciones ASG más bajas con el fin de crear carteras de activos avanzados en criterios ASG.

### 2.3. EVOLUCIÓN DE LAS ESTRATEGIAS ISR

En el siguiente subapartado, en el Gráfico 1 se muestra la evolución de las diferentes estrategias ISR de los activos ASG en España, en la última década (Spainsif, 2020).

**GRÁFICO 1:** *Evolución de las estrategias ISR en la última década en España por volumen de activos (en miles de euros)*



**FUENTE:** Spainsif (2020)

Como se puede observar en el Gráfico 1, existe un cambio de tendencia en las exclusiones negativas, reduciéndose el volumen de activos que se gestionan en el mercado, a pesar de seguir siendo la estrategia que más predomina en todos los años. Sin embargo, el resto de las estrategias han ido aumentando, pero a menor escala, siendo cierto que las inversiones de impacto son las que más han crecido en el último año con respecto a los años anteriores. Esta ilustración explica la madurez de la Inversión Socialmente Responsable en España y un refinamiento de las entidades participantes.

### 3. LOS FONDOS DE INVERSIÓN SOCIALMENTE RESPONSABLES

#### 3.1. DEFINICIÓN

Los fondos de inversión socialmente responsable son instituciones de inversión colectiva orientadas a largo plazo que integran factores ambientales, sociales y de gobierno corporativo (ASG) en el proceso de estudio de análisis y selección de valores dentro de una cartera de activos.

Para entender esta definición, es preciso definir previamente las instituciones de inversión colectiva. Estas se definen como “aquellas instituciones que tienen por objeto la captación de fondos, bienes o derechos del público para gestionarlos e invertirlos en bienes, derechos, valores y otros instrumentos, siempre que el crecimiento del inversor se establezca en función de los resultados colectivos” (Serrano, 2020).

Para que una inversión se considere socialmente responsable tiene que tener dos objetivos primordiales. Uno de ellos es que tiene que generar un impacto positivo en la sociedad y el otro es que tiene que proporcionar un beneficio económico (Jimenez, 2020).

Según Albareda (2001) los elementos que debe incluir un fondo de inversión de estas características son los siguientes.

- **Política de inversión ética y con responsabilidad social.** En primer lugar, se definen los criterios éticos, sociales y medioambientales que forman parte de la inversión ética y con responsabilidad social de cada fondo, para que no existan dudas sobre la política inversora que posteriormente deberá ser de obligado cumplimiento.
- **Preselección del catálogo o universo de valores invertibles.** Una vez definidos los criterios, es preciso determinar los mecanismos de investigación que se van a seguir sobre las empresas de los mercados de valores y se escogerán aquellas empresas que cumplan con los parámetros establecidos. Posteriormente, serán incorporadas en el catálogo o universo de valores invertibles.
- **Selección de valores.** Los gestores de cada fondo escogerán aquellos activos que les generen mayor rentabilidad y menor riesgo.
- **Equipos de investigación ética.** Estos equipos tratan de elaborar un informe con el análisis del comportamiento de las empresas para comprobar y examinar que

cumplen con la política de inversión establecida. Pueden ser equipos internos de la propia gestora del fondo o bien centros de investigación externos especializados.

- **Metodología de la preselección de empresas.** A la hora de seleccionar las empresas, se tienen en cuenta criterios negativos o excluyentes y también criterios positivos o incluyentes.
- **Institución de control independiente (Comité de ética).** Esta institución se encarga de asegurar la correcta gestión de los fondos de inversión y que se realice en función de la política de inversión que tenga cada fondo.
- **Partícipes o inversores.** Finalmente, el inversor toma la decisión aislada de invertir o desinvertir en un fondo, en función de la valoración que él considere sobre el mismo.

Según la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV, 2021a), la tipología de los fondos de inversión socialmente responsable es la siguiente:

Como primera clasificación se pueden distinguir los siguientes tipos de fondos de inversión:

- **Fondos de inversión mobiliaria:** instituciones de inversión colectiva que invierten en activos financieros.
- **Fondos de inversión inmobiliaria:** instituciones de inversión colectiva que invierten fundamentalmente en inmuebles para su explotación en alquiler. Se trata de fondos menos líquidos que los de naturaleza financiera.

Dentro de los fondos de inversión mobiliario se distinguen los diferentes tipos:

- **Ordinarios:** mayoritariamente invierten en renta fija, renta variable y/o derivados
- **De fondos:** invierten mayoritariamente en otros fondos de inversión
- **Subordinados:** invierten en un único fondo de inversión
- **Índices:** cuya política de inversión trata de replicar un determinado índice
- **Cotizados** (Exchange-traded funds, ETF): se negocian en las bolsas de valores, como las acciones

Dentro de los fondos ISR, podemos diferenciar tres tipos:

- **Fondos de Inversión Éticos:** tienen el mismo funcionamiento que los fondos de inversión convencionales, pero la principal diferencia reside en que estos fondos invierten en empresas que cumplen con una serie de criterios ASG (Rodfer, 2014). Algunos ejemplos de este tipo de fondos en España son: Sabadell inversión ética y solidaria, y Microbank, fondo ético gestionado por Caixabank.
- **Fondos de Inversión Ecológicos:** las características que tienen este tipo de fondos, es que efectúan inversiones en compañías relacionadas con el ámbito ecológico y que son respetuosas con el medioambiente. Pueden ser fondos de renta fija, variable o mixta (Ecoticias.com, 2020). Los sectores de actividad en los que invierten estos fondos son las energías renovables, alimentación ecológica, tratamiento y gestión del agua o reciclaje. Fondos de inversión ecológicos son Caja Ingenieros Environment ISR y Microbank fondo Ecológico.
- **Fondos de Inversión Solidarios:** tienen como fin ceder una parte de sus beneficios a organizaciones benéficas o proyectos sociales o de desarrollo nacionales e internacionales. A la hora de seleccionar valores que integren la cartera, este tipo de fondo no aplica ningún filtro ético, ya que su peculiaridad se centra en destinar una parte de su comisión de gestión a entidades sin ánimo de lucro (Rodfer, 2014). Ejemplos de fondos de inversión solidarios son: Ibercaja sostenible y solidario, Santander Responsabilidad Solidario y Kutxabank fondo solidario.

### 3.2. REGULACIÓN DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN ISR

Los fondos de inversión socialmente responsable se regulan en base a una serie de normas de forma directa o indirecta.

El marco normativo global de estos fondos se divide en cuatro niveles y son los siguientes: los acuerdos internacionales gubernamentales, los acuerdos de organizaciones internacionales regionales, las leyes de carácter estatal y los acuerdos de autorregulación sectorial adoptados por asociaciones no gubernamentales tales como Inverco, Spainsif o World Wide Fund for Nature, especializadas en la ISR y en temas de sostenibilidad (Plana, 2020).

En primer lugar, en los **acuerdos internacionales gubernamentales** destaca la Agenda 2030 y los Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS), ambos promovidos por la Organización de Naciones Unidas (ONU). La Agenda 2030 son 17 objetivos que están



formados por 169 metas y que van dirigidos a mejorar al desarrollo sostenible a nivel mundial. Esta agenda forma parte de los llamados ODS y también es la evolución de otra iniciativa de la ONU denominada Objetivos de Desarrollo del Milenio, que fueron aprobados en 2000 y que contenía 8 objetivos, cuya fecha de consecución era el 2015.

Por otra parte, en diciembre de 2015, la Conferencia sobre el Clima de París aprobó el Acuerdo de París, que incluye medidas para mejorar la sostenibilidad económica y la reducción de las emisiones de gases de efecto invernadero y en la Organización de las Naciones Unidas (ONU) se aprobó la conocida Agenda 2030.

En relación con el segundo nivel, los **acuerdos de organizaciones internacionales regionales**, la Comisión Europea publicó en marzo de 2018 su Plan de Acción con el fin de fomentar una economía más ecológica y más limpia y con el que dirigir el capital hacia las inversiones sostenibles, cuyos objetivos son: establecer un lenguaje común para las finanzas sostenibles, crear etiquetas de la Unión Europea para los productos financieros “verdes”, integrar la sostenibilidad en los requisitos prudenciales de los bancos y compañías de seguros y aumentar la transparencia de la información en los informes de las empresas.

La pandemia a la que estamos haciendo frente actualmente, deja clara la necesidad de un cambio radical en relación con las cuestiones socioeconómicas y medioambientales. Por ello, las instituciones europeas están planteando una serie acciones con el fin de contrarrestar la crisis sanitaria provocada por el Covid-19 y rediseñar un modelo de desarrollo que se base en la sostenibilidad.

En la Unión Europea cabe destacar el Reglamento (Unión Europea) 346/2013 de 17 de abril de 2013 y el Reglamento (Unión Europea) 2019/2088 de 27 de noviembre de 2019 sobre la divulgación de información sostenible en el sector de los servicios financieros.

Otros instrumentos regulatorios de la Unión Europea son la Directiva (UE) 2018/828 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 17 de mayo de 2017, por la que se modifica la Directiva 2007/36/CE en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas y la Directiva 2014/95/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 22 de octubre de 2014, por la que se modifica la Directiva 2013/34/UE en relación a la divulgación de información no financiera e información sobre diversidad por parte de determinadas grandes empresas y determinados grupos (Plana, 2020).

El llamado **Reglamento europeo de finanzas sostenibles** entró en vigor el 10 de marzo de 2021, con el objetivo de reforzar la protección de los inversores finales y mejorar la información que se les proporciona (Expansión, 2021).

Se trata del Reglamento (UE) 2019/2088 del Parlamento Europeo y del Consejo de 27 de noviembre de 2019 que completa los requisitos de divulgación de información en las directivas 2009/65/CE, 2009/138/CE, 2011/61/UE, 2014/65/UE, (UE) 2016/97, (UE) 2016/2341, y los Reglamentos (UE) N° 345/2013, (UE) N° 346/2013, (UE) 2015/760 y (UE) 2019/1238 y en el Derecho nacional que regula los planes de pensiones personales e individuales.

Esta normativa exige la transparencia en la información que se encuentra disponible en la página web, en la información precontractual y en los informes periódicos anuales. Pero de forma más concreta, lo que se pretende con esta normativa es que los partícipes de los mercados financieros y los asesores financieros publiquen en un documento las políticas a las que están adheridos sobre la integración de los riesgos de sostenibilidad y sobre la política en relación con las incidencias adversas de las decisiones de inversión o de asesoramiento sobre los factores de sostenibilidad. De tal forma que, cuando un producto promueva características medioambientales o sociales o cuyo objetivo sean las inversiones sostenibles, las gestoras deberán incluir la información en la web, en la información precontractual y en la información periódica que corresponda.

Además, esta normativa identifica como participantes del mercado a aseguradoras que ofrezcan productos de inversión basados en seguros, empresas de servicios de inversión o entidades de crédito que prestan servicios de gestión de carteras, fondos de pensiones de empleo o creadores de productos de pensiones y gestores de fondos, entre otros.

En lo que se refiere a la **evaluación de dicha normativa**, el 30 de diciembre de 2022, la Comisión evaluará la aplicación del Reglamento considerando la siguiente referencia: “los participantes en mercados financieros con un número medio de 500 empleados durante el ejercicio publicarán y mantendrán alojada en sus sitios web una declaración acerca de sus políticas de diligencia debida en relación con las principales incidencias adversas de las decisiones de inversión sobre los factores de sostenibilidad”. También se evaluará si el funcionamiento del Reglamento queda invalidado por la falta de datos o la deficiente calidad de estos, en particular, los indicadores sobre las

incidencias adversas sobre los factores de sostenibilidad de las empresas en las que se invierte.

El 1 de junio de 2021, la Comisión Nacional del Mercado de Valores publicó algunos criterios interpretativos de este Reglamento y que guiarán sus actuaciones de autorización y supervisión de la normativa europea en materia ambiental, social y de gobernanza (ASG) (CNMV, 2021b).

Se trata de un documento que no presenta un carácter normativo, sino que tiene como finalidad transmitir al sector y a los participantes de los mercados financieros, criterios de interpretación para una adecuada aplicación de las obligaciones de información que, en virtud del Reglamento 2019/2088, resultan de aplicación desde el 10 de marzo de 2021 (CNMV, 2021).

Tal y como expresa la Comisión Nacional del Mercado de Valores, “para la elaboración de dicho documento se ha tenido en cuenta que el carácter novedoso de este reglamento y que gran parte de sus contenidos están pendientes de aclaración por parte de la Comisión Europea (CE). Por ello, los criterios recogidos podrán ser objeto de revisión o de ampliación en el futuro a medida que se disponga de más información o se dicten pautas a nivel europeo (CE o Autoridad Europea de Valores y Mercados –ESMA)”.

Aspectos como el Reglamento (UE 2019/2088), la taxonomía verde que identifica las actividades consideradas como ambientalmente sostenibles, el posible desarrollo de la taxonomía social que la Comisión Europea empezará a abordar a finales de 2021, la próxima renovación de la Directiva de gobierno corporativo o el sello Ecolabel, en el que también está trabajando la Comisión, ayudaría a que las finanzas sostenibles sigan ganando peso y repercutiendo positivamente en los mercados de capitales y las prácticas empresariales (Compromiso RSE, 2021).

El tercer nivel está referido al **ordenamiento jurídico español**. Las normas que afectan a los fondos ISR son las siguientes:

- Ley 2/2011, de 4 de marzo, de Economía Sostenible
- Real Decreto Legislativo 1/2002, de 29 de noviembre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Regulación de los Planes y Fondos de Pensiones
- Ley 11/2018, de 28 de diciembre, por la que se modifica el Código de Comercio, el texto refundido de la ley de Sociedades de Capital, que fue aprobado por el

Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, y la Ley 22/2015, de 20 de julio, de Auditoría de Cuentas.

Por último, en el cuarto nivel se habla de **acuerdos de autorregulación sectorial adoptados por asociaciones tales como Inverco, Spainsif, de ámbito estatal, o Eurosif, Global Sustainable Investment Alliance (GSIA) y World Wide Fund for Nature, de ámbito internacional**, que permiten crear normas específicas y técnicas, así como un marco de autorregulación.

### **3.3. EVOLUCIÓN DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN SOCIALMENTE RESPONSABLES**

Los fondos de inversión socialmente responsables han crecido de forma significativa desde comienzos del siglo XXI.

Desde finales de los años noventa hasta finales de la pasada década se constituyen los principales foros para la promoción de la ISR. En Estados Unidos, se creó un foro denominado USSIF en el año 1992, en Europa, el llamado EUROSIF fue creado en 2001 y en España se creó Spainsif en 2009. Mediante estos foros se publicaron los primeros datos e informes sobre la ISR.

Tal y como dicen Yan, Ferraro y Almandoz (2019), “dada la breve historia y la falta de información, es evidente que la literatura se concentra en la evolución del sector en determinados países, habiendo muy pocas referencias de estudios comparativos”.

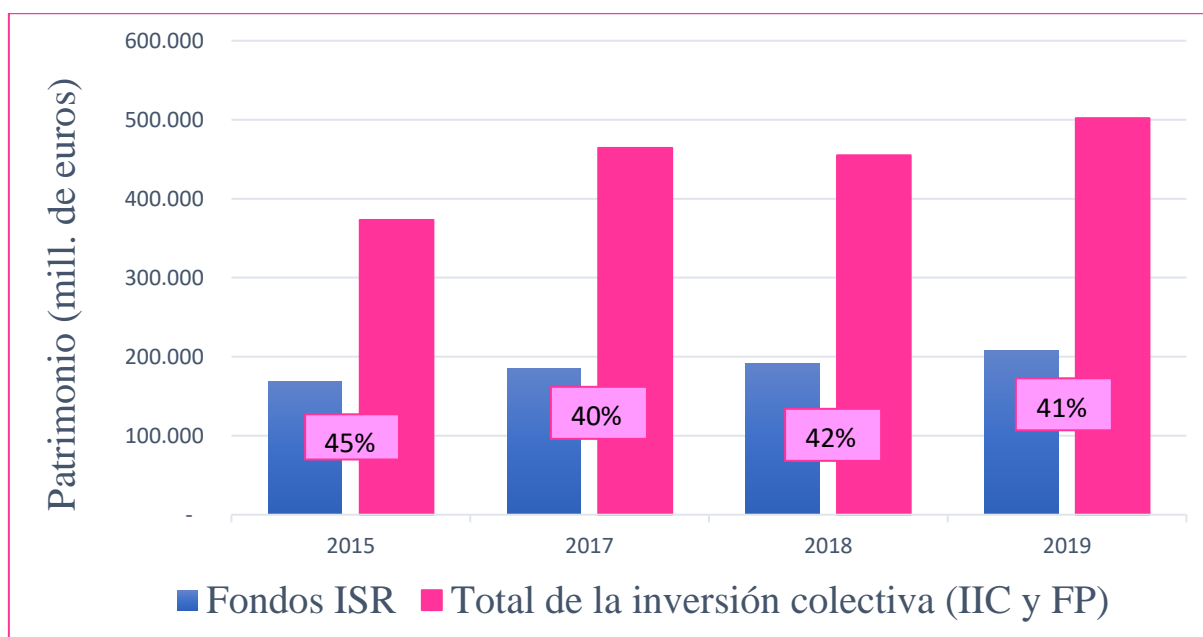
Pero es a partir de 2012, cuando se obtiene información consolidada, con la creación de la Global Sustainable Investment Alliance. Es una colaboración de las siete organizaciones de inversión socialmente responsables más grandes del mundo cuyo objetivo es profundizar en el impacto y la visibilidad de las organizaciones de inversión sostenible a nivel global (Eurosif, 2021):

- Association for Sustainable & Responsible Investment en Asia (ASrIA)
- European Sustainable Investment Forum (Eurosif)
- Responsible Investment Association Australasia (RIAA)
- Responsible Investment Association (RIA) en Canadá
- UK Sustainable Investment and Finance Association (UKSIF)
- US Forum for Sustainable and Responsible Investment (USSIF)

- Vereniging van Beleggers voor Duurzame Ontwikkeling (VBDO) en Países Bajos

A continuación, en el Gráfico 2, se muestra una comparativa del patrimonio de los activos gestionados con criterios ASG y el total de la inversión colectiva en España:

**GRÁFICO 2:** Comparativa del patrimonio (millones de euros) de los activos gestionados con criterios ASG y el total de la Inversión Colectiva (IIC-Institución de Inversiones Colectiva- y FP-fondos de pensiones-) en España

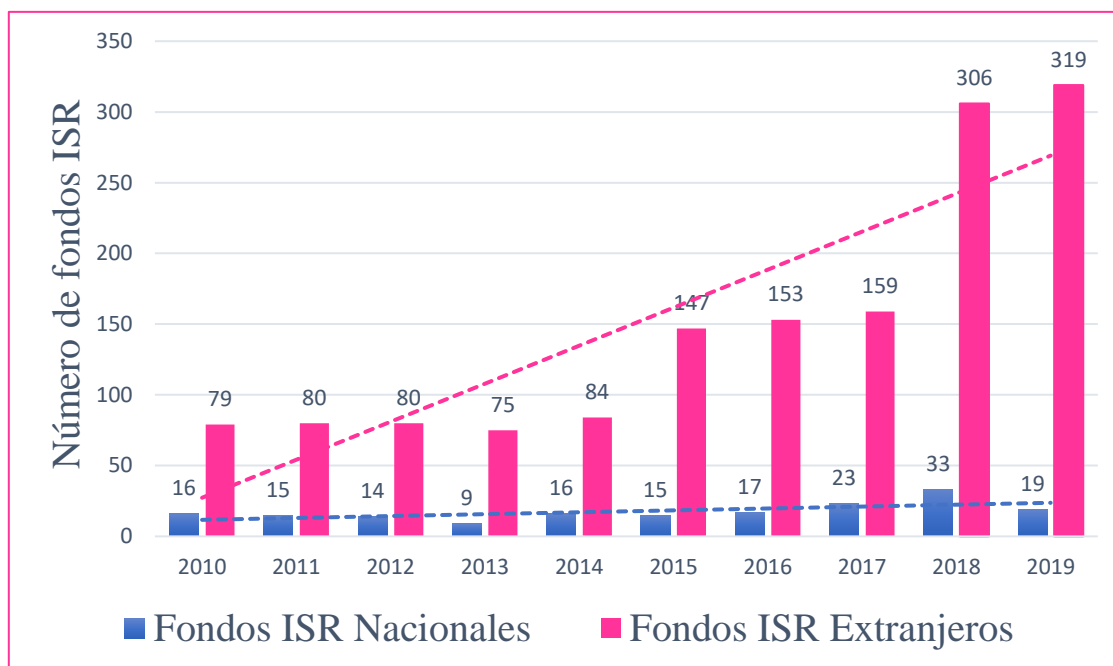


**FUENTE:** Elaboración propia, a partir de los datos recibidos en las encuestas realizados por Spainsif (2020)

Se puede observar que más del 40% del total de la inversión colectiva tanto de fondos de inversión como fondos de pensiones en España, corresponde a los fondos ISR en estos cuatro años analizados.

El Gráfico 3 analiza la evolución del número de fondos ISR por parte de las gestoras nacionales e internacionales.

**GRÁFICO 3:** Evolución del número de fondos de inversión socialmente responsables nacionales e internacionales



**FUENTE:** Elaboración propia a partir de la plataforma de fondos ASG de Spainsif (2020)

Como se puede observar en el Gráfico 3, en el periodo de 2010 a 2017, las variaciones en los fondos ISR nacionales y extranjeros no son muy significativas. Es interesante destacar el crecimiento pronunciado de los fondos ISR extranjeros del año 2017 a 2018, ya que se duplicaron. Por otra parte, en este mismo periodo, también hubo un aumento en los fondos ISR nacionales, aunque éste no fue tan acentuado.

En 2019, los fondos ISR extranjeros siguieron creciendo, pero en menor proporción que el año anterior, ya que pasaron de 306 a 319. Sin embargo, en España, los fondos de inversión de esta tipología disminuyeron en mayor proporción con respecto a años anteriores, consiguiendo un número de fondos ISR de 19.

### 3.4. LISTADO DE FONDOS DE INVERSIÓN SOCIALMENTE RESPONSABLE

El pasado 15 de marzo de 2021 se publicó en una plataforma web de acceso libre, llamada Laboratorio de Fondos ISR, una actualización de la información no financiera de fondos de inversión socialmente responsables españoles.

Según González (2020), “este Laboratorio de Fondos ISR pretende ayudar a mejorar la transparencia en el mercado de la ISR español, facilitando a todo potencial inversor o persona interesada algunos de los principales aspectos no financieros de 38 fondos de inversión calificados como **éticos por la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV)** y pertenecientes a gestoras españolas”.

Para realizar un análisis cualitativo de los fondos ISR, incluidos en el laboratorio, Economistas sin Fronteras (2021) se centra en la cantidad de dimensiones ASG, criterios de exclusión y criterios de valoración y/o los objetivos de desarrollo sostenible en los que invierte de forma específica cada fondo mediante su política ASG. Otros indicadores a considerar son:

**Comité ISR:** si el fondo dispone de un comité ISR y cómo está formado:

- Comité interno: formado totalmente por miembros de la gestora.
- Comité mixto: formado por miembros de la gestora y externos.
- Comité externo: formado por miembros independientes a la gestora.

**Criterios y análisis:** valora del 0 a 100 la calidad del fondo respecto a tipo, cantidad y origen de la información ASG, aspectos incluidos en el ideario ético, tipo de gestión, tipo de estrategia utilizada, existencia de comité, independencia y funciones.

**Controlers post – inversión:** valora de 0 a 100 la calidad del fondo en relación al cumplimiento ASG, ejercicio de derechos políticos, certificación ISR y medición de impacto.

**Transparencia:** valora de 0 a 100 la calidad del fondo en relación a folletos y comunicación, información ASG en la web, informes de actividad y políticas y adhesiones.

**Calidad EsF:** valora de 0 a 100, siendo 0 la inferior y 100 la superior, la calidad del fondo respecto a las áreas de criterios y análisis, controles post-inversión y transparencia.

A continuación, en la tabla 1 se muestra la información no financiera de los 38 fondos que han sido actualizados en 2021 en este Laboratorio por Economistas sin Fronteras.

**TABLA 1: Listado de Fondos de Inversión Socialmente Responsables Españoles**

Nombre	ASG	Exclusión	Valoración	ODS	Comité ISR	Criterios y análisis	Controles post-inversión	Transparencia	Calidad EsF	Riesgo
ALISIO CARTERA SOSTENIBLE ISR	AS	6	8			20	7	26	18	4
BANKIA FUTURO SOSTENIBLE	AS	2	5	8	Mixto	46	32	33	37	6
BANKIA INDEX CLIMA MUNDIAL	A	1	3			37	6	31	25	6
BANKIA MIXTO FUTURO SOST.	AS	3	5	10	Mixto	50	32	33	39	4
BANKINTER SOSTENIBILIDAD						27	0	13	14	6
BBVA BOLSA DESARROLLO SOST. ISR	SG		6			34	6	34	25	6
BBVA FUTURO SOSTENIBLE ISR	ASG		6			40	6	23	23	3
BESTINVER MEGATENDENCIAS	ASG	7	5			25	20	22	23	6
CAIXABANK SELECCION FUTUROSOST.	ASG		9		Interno	27	7	31	22	7
CAJA INGENIEROS ENVIRONMENT ISR	AS	5	2		Interno	56	13	45	38	5
CdE ODS IMPACT ISR	ASG	5	7	3	Interno	63	28	58	50	4
COMPROMISO FONDO ETICO	ASG	4	10		Externo	34	6	25	22	3
CONCIENCIA ÉTICA	ASG	4	11		Mixto	58	18	25	34	7
ESFERA II SOST. ESG FOCUS	ASG	2	14		Externo	35	20	22	26	4
FON FINECO RESPONSABLE	ASG	6	11			71	47	28	49	4
FONENGIN ISR	ASG	3	7		Interno	54	38	38	44	3
GVC GAESCO SOSTENIBLE ISR	ASG	3	5			19	6	22	16	5
I2 DESARROLLO SOSTENIBLE ISR	ASG		3	17	Mixto	50	22	24	32	4
IBERCAJA SOSTENIBLE Y SOLIDARIO	ASG	3	7		Interno	46	12	26	29	4
INTERACTIVO CONFIANZA	ASG	2	2		Mixto	49	32	35	39	3
KUTXABANK FONDO SOLIDARIO	ASG	5	7			32	0	26	20	3
LABORAL KUTXA KONPROMISO	AS	4	2			12	18	21	17	4
MICROBANK FONDO ECOLOGICO	A		3			32	27	26	29	5
MICROBANK FONDO ETICO	AS	5	1		Externo	48	3	31	28	4
NAO EUROPA SOSTENIBLE	ASG		14			58	13	31	34	6
PRINCIPIUM	ASG	9	3			44	6	27	26	7
RENTAMARKETS NARVAL	ASG	3	11		Interno	34	17	23	25	6
RENTAMARKETS SEQUOIA	ASG	3	10		Interno	44	12	22	27	5
RURAL GESTION SOST. CONSERVADOR	ASG	6	9			39	6	31	26	2
RURAL GESTION SOST. DECIDIDO	ASG	6	10			39	6	31	26	5
RURAL GESTION SOST. MODERADO	ASG	6	10			39	6	25	24	4
SABADELL INVERSION ETICA Y SOLIDARIA	AS	8			Mixto	26	31	15	24	3
SANTANDER EQUALITY ACCIONES	ASG		14		Interno	64	14	40	40	5
SANTANDER RESPONS. SOLIDARIO	ASG	8	9		Mixto	77	18	43	46	3
SANTANDER SOSTENIBLE 1	ASG		14		Interno	49	14	40	35	3
SANTANDER SOSTENIBLE 2	ASG		14		Interno	49	14	40	35	4
SANTANDER SOSTENIBLE ACCIONES	ASG		18		Interno	45	14	40	34	5
UNIFOND SOSTENIBLE MIXTO R.V.	ASG	3	13		Interno	52	12	21	29	5

**FUENTE:** Laboratorio Fondos ISR por Economistas sin Fronteras <sup>1</sup>

<sup>1</sup> <https://ecosfron.org/laboratorio-de-fondos-isr-de-economistas-sin-fronteras/>



El fondo más antiguo de los mostrados en la tabla es Fonengin ISR. Fue lanzado en 1992 y se basa en las tres dimensiones ASG. Además, es uno de los fondos que presenta una mayor valoración de controles post-inversión y que no tiene mucho nivel de riesgo.

Según González (2020), los fondos que más patrimonio tienen son BBVA Futuro Sostenible ISR y el Santander Sostenible 1, que cuentan con más de 600 y 900 millones de euros respectivamente. Ambos tienen dimensiones ASG, pero Santander Sostenible 1 está mejor valorado en términos de calidad y cantidad de información ASG, tipo de estrategia que utiliza y transparencia en folletos, en la web... El Comité ISR está compuesto por miembros de la gestora sin embargo, BBVA Futuro Sostenible ISR no dispone de Comité ISR.

### **3.5. BINOMIO RENTABILIDAD-RIESGO**

Como ya se ha comentado, la peculiaridad que tienen los fondos ISR es que la selección de inversiones se realiza en base a unos criterios medioambientales, sociales y de buen gobierno y es lo que los hace diferentes de los fondos de inversión tradicionales, pero esto no quiere decir que porque se apliquen estos criterios a la hora de seleccionar esos fondos, van a generar menor rendimiento con ellos.

De acuerdo con algunos estudios realizados por Luck y Pilotte (1993), D'Antonio et al (1997), Sauer (1997), Dhymes (1998), Ferrari (2000) y Mueller (1991) sobre los rendimientos de índices socialmente responsables y no socialmente responsables, los fondos ISR proporcionan igual rentabilidad y riesgo que los fondos de inversión tradicionales, es decir, son igual de rentables (Balaguer, 2007).

En el caso de que la rentabilidad que ofrece la ISR fuese distinta a la de la inversión tradicional, éste sería un factor que habría que tener en cuenta a la hora de valorar el acierto o fracaso, por lo que si se quiere tener éxito en la ISR la rentabilidad que tienen que ofrecer ha de ser la misma.

A continuación, se muestran una serie de razones por las que los fondos ISR pueden tener una mayor rentabilidad (Balaguer, 2007):

- Los fondos ISR suelen invertir en empresas de menor tamaño, lo que se traduce en una mayor adaptabilidad a las condiciones cambiantes que se pueden producir en el mercado.

- Las empresas que actúan bajo criterios ambientales, sociales y de buen gobierno se expanden mejor en el mercado, ya que se trata de empresas que están mejor gestionados y son más eficientes.
- A la hora de tomar decisiones se reduce el riesgo que tienen que asumir los gestores de fondos ISR, debido a la cantidad de información necesaria sobre las empresas en las que invierten.

A nivel de riesgo, en las ISR es más limitado, ya que el carácter que tienen este tipo de inversores es menos especulativo (Balaguer, 2007).

### **3.6. VENTAJAS E INCONVENIENTES**

La inversión socialmente responsable presenta una variedad de ventajas que benefician a la sociedad, ya que el uso de criterios ASG a la hora de invertir permite un mayor desarrollo y sostenibilidad de los mercados (Cortés, 2008)

Los criterios éticos suponen una disminución en los costes de transacción y un incremento en la transparencia a la hora de presentar la información, haciendo eficientes los mercados en cuestiones de gestión, transmisión y valoración de la información.

Además, según varios estudios realizados por Moskowitz (1972, 1975), Cowen et al. (1987), Wokutch y Spencer (1987), McGuire et al. (1988), Morris et al. (1990), Hart y Ahuja (1994), Johnson y Greening (1994), Waddock y Graves (1997), Roman et al. (1999) y Orlitzky (2001), el desempeño ético o social tiene efectos que benefician la rentabilidad de las inversiones. De tal forma que el rendimiento ético afecta positivamente al rendimiento financiero.

A continuación, de acuerdo con Cortés (2008) se van a presentar las principales ventajas de los fondos ISR, entre otras:

- Las empresas socialmente responsables presentan una mayor transparencia, ya que están expuestas públicamente, lo que se traduce en menores costes de agencia.
- Los fondos ISR son muy atractivos, ya que las empresas socialmente responsables obtienen una rentabilidad a largo plazo mayor que las empresas tradicionales.

- Los fondos ISR son más eficientes y gestionan mejor su reputación, ya que las empresas socialmente responsables tienen un modelo de gestión más competitivo.

A pesar de esta cantidad de ventajas que presentan los fondos ISR, también existen algunos inconvenientes según Cortés (2008) tales como:

- Se hace uso de criterios más restrictivos a la hora de seleccionar las empresas socialmente responsables.
- Se puede incurrir en costes de oportunidad considerables, dado que la ISR limita el acceso a sectores que pueden ser rentables.
- Las oportunidades de inversión son limitadas, debido al número limitado de índices asociados a empresas socialmente responsables.

## 4. ANÁLISIS EMPÍRICO DE LOS FONDOS ISR

### 4.1. HERRAMIENTAS UTILIZADAS

Con el objetivo de evaluar la investigación académica que se ha realizado sobre los fondos de inversión socialmente responsables a lo largo de los años y los temas en lo que más han incidido los analistas, se va a hacer un análisis bibliométrico.

La recopilación de datos bibliométricos incluye la selección de las bases de datos, para filtrar los datos bibliográficos. En este estudio, se van a utilizar las bases de datos Web of Science y Google Scholar, mediante las cuales, se observan qué artículos se han dedicado al tema en cuestión sobre los fondos de inversión socialmente responsable y el número de veces que se han citado.

La **Web of Science (WOS)** es una plataforma propiedad de la empresa Clarivate, gestionada por Thomson Reuters Analytics, que contiene datos bibliográficos, citas y referencias formada por una colección de publicaciones científicas en materias como ciencias, tecnología, artes, humanidades o ciencias sociales.... Esta plataforma no sólo proporciona información bibliográfica sino también permite analizar y evaluar el nivel académico, así como la calidad científica de las investigaciones que se realizan. La licencia nacional de WOS se gestiona por FECYT (Fundación Española para la Ciencia y la Tecnología). Para hacer uso de esta herramienta, se requiere una suscripción como parte de la comunidad universitaria y tener una cuenta en ella (FECYT, 2021).

**Google Scholar** es un buscador que está especializado en bibliografía y se dirige a la comunidad científico-académica. Permite realizar búsquedas en diversas fuentes desde un mismo sitio, acceder a documentos a texto completo, buscar la producción bibliográfica de un autor, de una revista o sobre un tema en concreto, descubrir nuevos artículos y conocer las citas de las publicaciones. El 19 de noviembre de 2005 se creó este buscador y el índice lo componen aquellos documentos que son accesibles desde la web y que cumplan con unos requisitos específico (Gil, 2015).

Una vez explicadas las dos bases de datos esenciales para estudiar el impacto de los fondos ISR, se procede a explicar el programa que se va a utilizar. Se trata de un programa sencillo llamado **VOSviewer** y que lee directamente los datos de Web of Science, además, cumple con los objetivos de análisis de referencias bibliográficas.

**VOSviewer** fue desarrollado por Nees Jan van Eck y Ludo Waltman. Es un programa gratuito y permite visualizar redes bibliométricas tales como revistas, investigadores o publicaciones individuales y pueden construirse sobre la base de la citación, el acoplamiento bibliográfico, la cocitación o las relaciones de coautoría. Además, también ofrece una funcionalidad de minería de textos que puede utilizarse para construir y visualizar redes de coocurrencia de términos importantes extraídos de un cuerpo de literatura científica (VOSviewer, 2020). Este programa permite elaborar mapas de conocimiento de una disciplina. En concreto, en este trabajo estos mapas van a consistir en la investigación de los fondos ISR en la literatura, tras analizar las palabras clave que utilizan los autores más citados en esta materia.

## 4.2. RECOPIACIÓN DE DATOS

A medida que la regulación y las estrategias ASG evolucionaban, los estudios de la inversión socialmente responsable han ido aumentando.

En los últimos años, el volumen de búsquedas en Internet de las siglas ASG se ha disparado, como se puede observar en el Gráfico 4 (García, 2021).

**GRÁFICO 4:** *Volumen de búsquedas ASG*



**FUENTE:** Google Trends, García (2021)

Una vez mostrado el volumen de búsquedas ASG en los últimos trece años, se va a llevar a cabo la recopilación de datos bibliométricos en donde se incluye la selección de las bases de datos para filtrar los datos bibliográficos y perfeccionarlos.

En una primera toma de contacto con estas bases de datos sobre el tema a tratar en cuestión, el término “socially responsible investment funds” obtiene en **Google Scholar** 1.180.000 resultados para cualquier idioma y cualquier fecha, siendo la publicación más citada “Socially responsible investments: Institutional aspects, performance, and investor behavior” (Renneboog et al. 2008) con 1535 citas. Este artículo ofrece una revisión crítica de la literatura sobre inversiones socialmente responsables y se revisan una serie de preguntas sobre las causas y el impacto en el valor para los accionistas de la responsabilidad social corporativa (RSC), la exposición al riesgo y el desempeño de los fondos y empresas de ISR, así como el comportamiento de suscripción y reembolso de fondos de los inversores ISR. Se concluye que los estudios existentes insinúan, pero no inequívocamente demuestran, que los inversores de ISR están dispuestos a aceptar un desempeño financiero subóptimo para perseguir objetivos sociales o éticos.

Por otro lado, en la base de datos de **Web of Science** con la misma búsqueda, se obtienen 422 resultados y el artículo más citado es “Beyond dichotomy: The curvilinear relationship between social responsibility and financial performance” (Barnett y Salomon, 2006) con 531 citas. En esta publicación se estudia el vínculo de desempeño financiero-social dentro de los fondos que practican la inversión socialmente responsable

(ISR). Además, combinando las teorías modernas de la cartera y las partes interesadas, plantean la hipótesis de que la pérdida financiera soportada por un fondo de ISR, debido a una escasa diversificación, se compensa a medida que se intensifica la selección de inversión, porque se seleccionan empresas mejor administradas y más estables en su cartera.

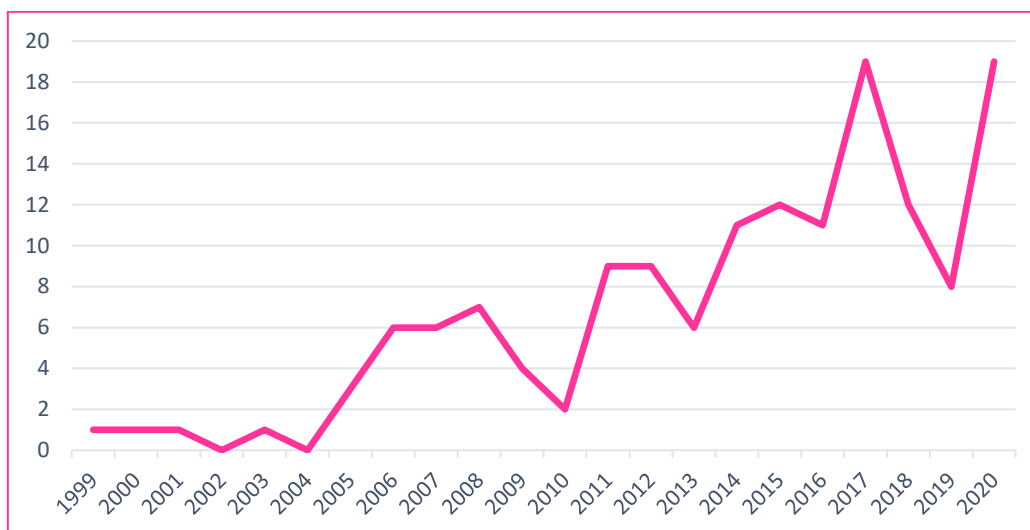
A continuación, para realizar una búsqueda más exhaustiva se va a realizar una búsqueda por el campo “tema” (incluyendo título, resumen y palabras clave) usando las palabras claves tales como fondos, ISR y sus variantes, además de otros sinónimos de términos de que se acaba de mencionar como fondos éticos, fondos verdes, fondos de inversión entre otros y con la búsqueda de inglés, ya que es el idioma con el que se realizan la gran mayoría de las investigaciones. De esta forma, la siguiente cadena de búsqueda se ha ingresado en la base de datos de Web of Science y en Google Scholar: ((TS= ("green fund\*") OR TS= ("ethical fund\*") OR TS= ("socially responsible invest\*") OR TS= ("socially respons\*") OR TS= ("ethical invest\*") OR TS= (SRI) OR TS= (ESG) OR TS= (sustainab\*) OR TS= (environment\*) OR TS= (ecolog\*))) AND (TS= ("mutual fund\*") OR TS= ("investment fund\*") OR TS= ("hedge fund\*") OR TS= ("bond fund\*"))) desde el año 1999 hasta 2021 y con los índices CI-EXPANDED, SSCI, A&HCI, CPCI-S, CPCI-SSH, BKCI-S, BKCI-SSH, ESCI, CCR-EXPANDED, IC.

Con dicha búsqueda, en Web of Science se obtienen 786 resultados, pero esta base de datos también se muestran artículos con las palabras clave citadas anteriormente de forma transversal, por lo que sería conveniente seleccionar aquellos artículos que estarían más centrados en el tema en cuestión. Para ello, se ha leído aquellos artículos que tratan sobre el tema de la investigación de los fondos de inversión socialmente responsable. Y al final ha quedado una muestra más pequeña, concretamente de 154 publicaciones, sobre la que se va a trabajar y obtener la información para desarrollar el trabajo. Sin embargo, en Google Scholar, con esta misma cadena, se obtienen 259 publicaciones. Decir que en Google Scholar hay estudios que también se encuentran en Web of Science.

A pesar de que el método utilizado ha ayudado a seleccionar todos los artículos relevantes, aún puede existir la posibilidad de que algunos hayan quedado fuera, una debilidad inherente en cualquier revisión de la literatura.

A continuación, se va a presentar dos gráficos con el número de publicaciones sobre los fondos de inversión socialmente responsables realizadas por año tanto en Web of Science como en Google Scholar.

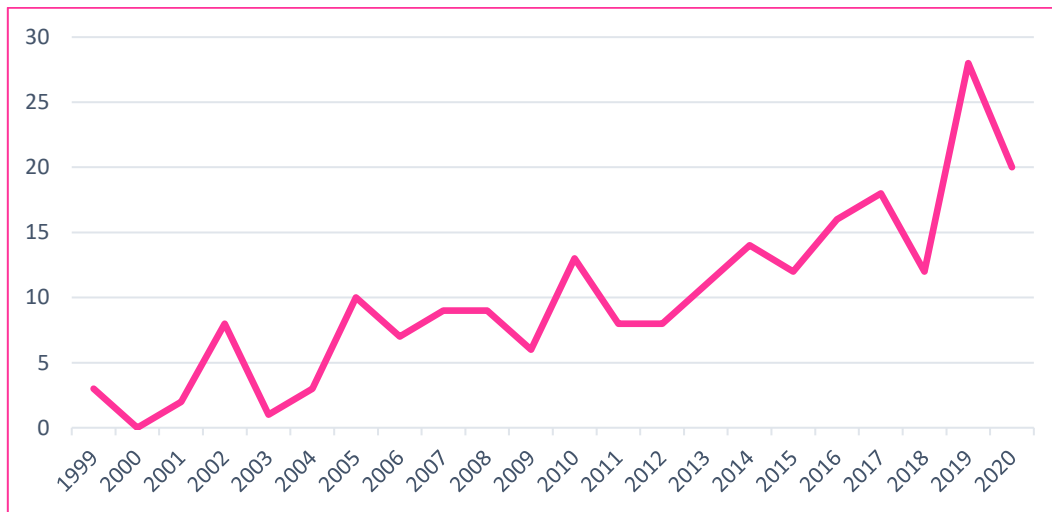
**GRÁFICO 5:** *Número de publicaciones de fondos de inversión socialmente responsables por año en Web of Science*



**FUENTE:** Elaboración propia

A simple vista se observa que existe cierta inestabilidad en cuanto al número de publicaciones sobre los fondos de inversión socialmente responsables. En los últimos años existe una evolución creciente, alcanzando 19 publicaciones sobre el tema en cuestión. En 2017 y en 2020 fueron los años que más artículos se publicaron. Como dato adicional se puede decir que, hasta ahora, en el año 2021 ya se han publicado 6 artículos, por lo que este año también tiende a haber más publicaciones.

**GRÁFICO 6:** *Número de publicaciones de fondos de inversión socialmente responsables por año en Google Scholar*



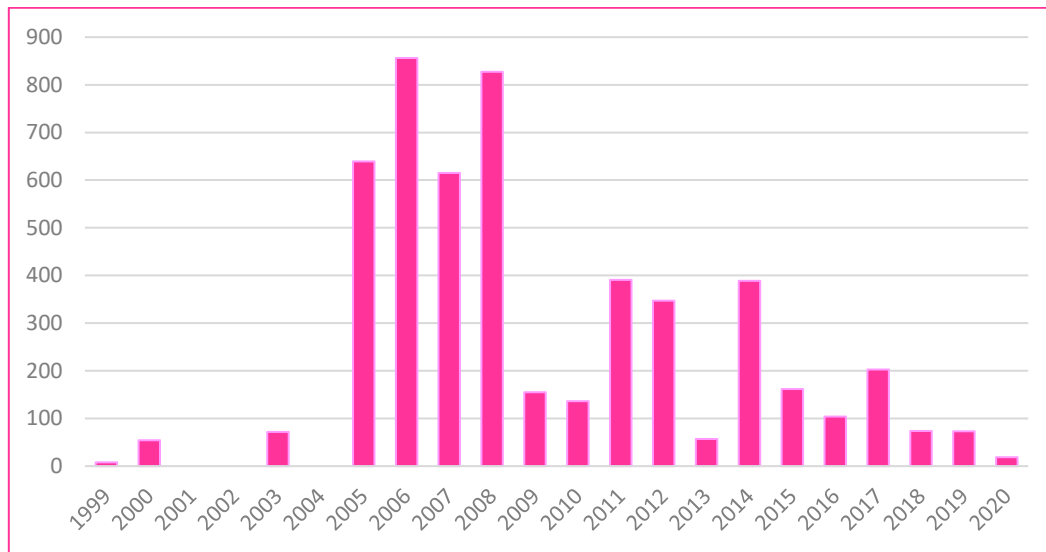
**FUENTE:** Elaboración propia

Google Scholar no cuenta con un sólido proceso de control de calidad y sólo busca cualquier información que esté disponible en sitios web. Por esta razón, se elige realizar el análisis utilizando Web of Science, ya que se obtienen resultados más precisos y convenientes, permitiendo la opción de más búsquedas y, sobre todo, más personalizadas. Por lo que todo el análisis que viene de aquí en adelante se va a hacer con las 154 publicaciones de Web of Science, debido a que se espera obtener mejores y más exactos resultados.

En el Gráfico 7 se muestra el número de citas sobre los fondos de inversión socialmente responsables.



**GRÁFICO 7:** *Número de citas sobre los fondos de inversión socialmente responsables por año*



**FUENTE:** Elaboración propia

En este gráfico se observa que en el periodo 2005-2008 se citaron más artículos sobre el tema en cuestión, concretamente en el año 2006 hubo más citas de estos estudios sobre los fondos de inversión socialmente. En 2020, a pesar de ser uno de los años que más artículos publicados tiene, también es uno de los años en los que los artículos fueron menos citados, porque desde que un artículo se publica hasta que se cita pasa un tiempo.

En la siguiente Tabla 2, se va a mostrar el número de publicaciones según las categorías de Web of Science teniendo en cuenta los 154 registros sobre los que se está trabajando.

**TABLA 2:** Número de publicaciones según la categoría

<i><b>Categoría</b></i>	<i><b>Total de publicaciones</b></i>
Business Finance	59
Business	44
Economics	32
Management	31
Ethics	25
Green Sustainable	17
Environmental science	15
Environmental studies	13
Operation research	13
Engineering environment	6

**FUENTE:** Web of Science

Tal y como se muestra en la tabla, la categoría que más se ha publicado ha sido de Business Finance y de la categoría que menos se ha publicado ha sido de Engineering Environment. Cabe destacar que hay publicaciones que se clasifican en varias categorías, por ello el total de la tabla suma más publicaciones que las que hay en la búsqueda realizada.

A continuación, en la siguiente Tabla 3 se muestra el número de publicaciones según el tipo de documento.

**TABLA 3:** Número de publicaciones según el tipo de documento

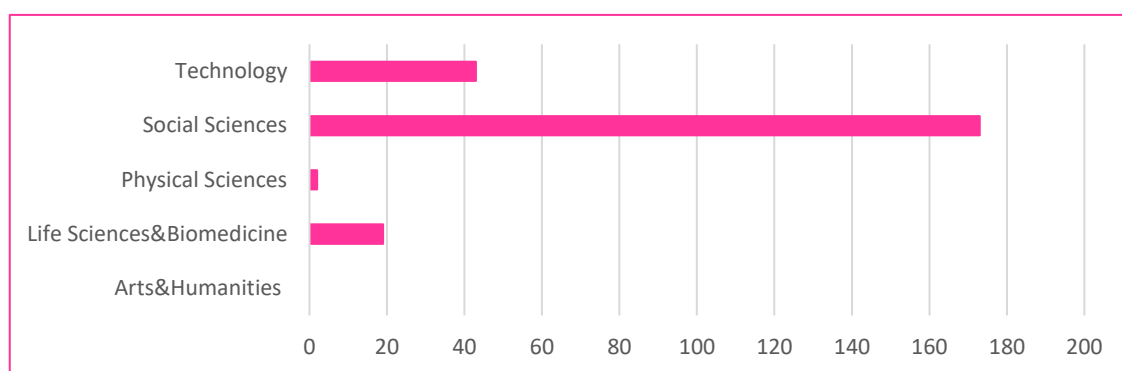
<i><b>Tipo de documento</b></i>	<i><b>Total de publicaciones</b></i>
Artículo	137
Capítulo de libro	5
Corrección	1
Acceso temporal	7
Documento de procedimiento	16
Review	5

**FUENTE:** Web of Science

Los tipos de documento que predominan en esta búsqueda son los artículos, seguido de los documentos de procedimiento. Decir que hay publicaciones que pueden ser catalogadas con más de un tipo de documento.

Posteriormente, en el Gráfico 8 se muestra el número de publicaciones por las áreas de investigación de Web of Science.

**GRÁFICO 8:** *Número de publicaciones por las cinco áreas de investigación de Web of Science*

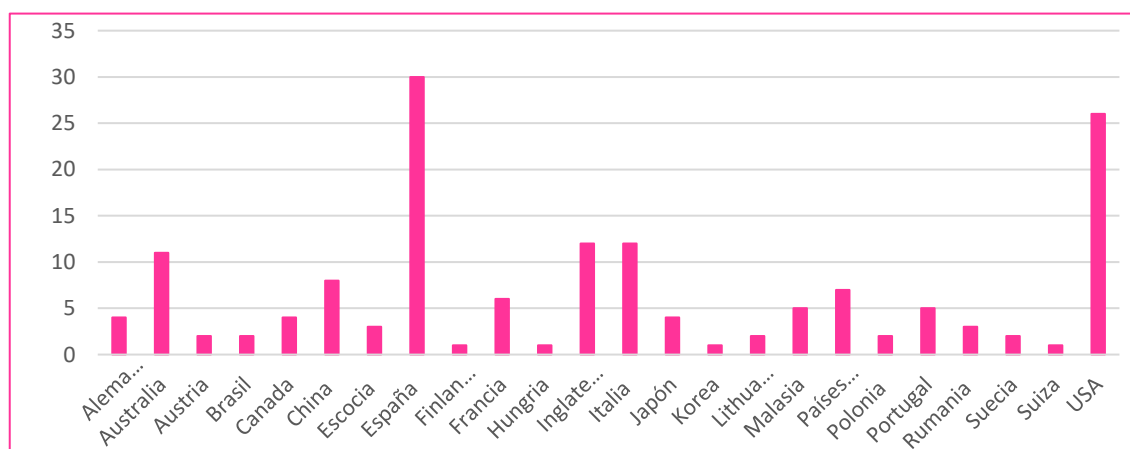


**FUENTE:** Elaboración propia

Se observa que el área de investigación donde más se ha estudiado los fondos de inversión socialmente responsables es en Social Sciences, sin embargo, en la que no se ha publicado ningún estudio en relación con el tema en cuestión es el área de Arts & Humanities.

Para terminar con este apartado, el Gráfico 9 muestra el número de artículos que se han publicado en cada país.

**GRÁFICO 9:** *Número de publicaciones por país*



**FUENTE:** Web of Science

Se observa que en España y en Estados Unidos han sido los países donde se han publicados más artículos sobre los fondos de inversión socialmente responsables. Inglaterra e Italia han publicado la misma cantidad de estudios sobre el tema en cuestión.

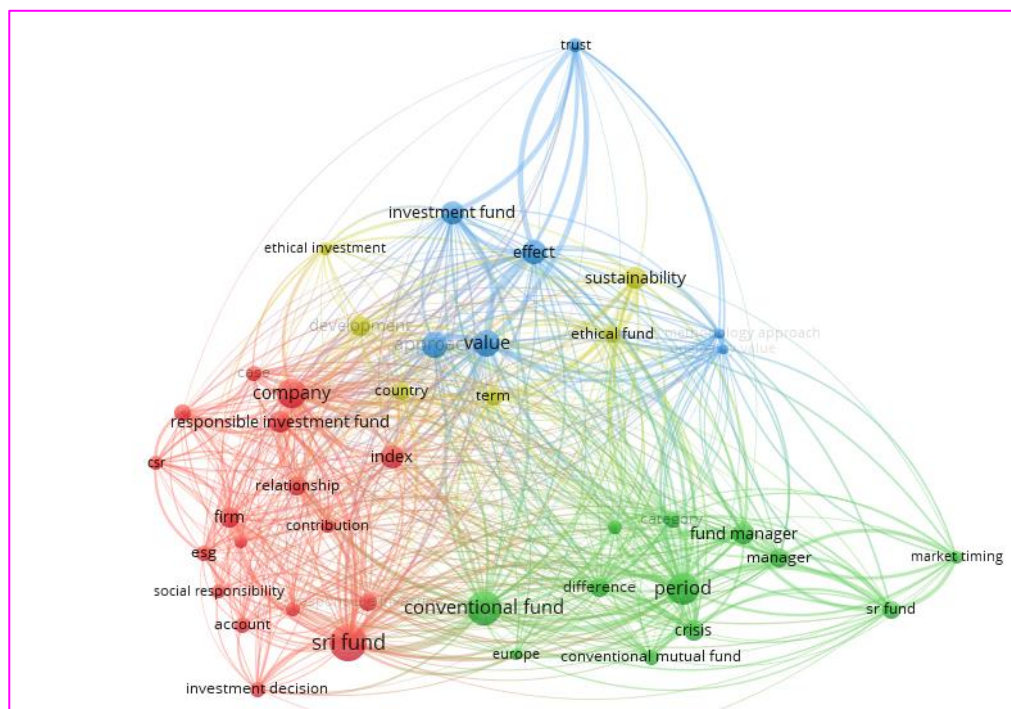
#### **4.3. IMPACTO DE LOS FONDOS ISR EN LA LITERATURA**

Una vez llegado a este punto, se pasan a exportar los 154 artículos que tratan del tema analizado a un documento de texto conteniendo el registro completo y las referencias citadas de cada una de las publicaciones. En este caso, las publicaciones al ser menores de 500 se podrán descargar en un mismo fichero, ya que Web of Science sólo permite transferir a un archivo de este tipo 500 registros. Este fichero se guarda con el nombre “savedrecs.txt” y posteriormente, con otro software, en este caso Notepad++, se procede a unir el mismo fichero descargado de Web of Science.

A continuación, se ha utilizado el programa mencionado anteriormente VOSviewer, con la información extraída de Web of Science con el fin de visualizar los temas en los que se centran la investigación de los fondos de inversión socialmente responsables con el paso de los años.

En primer lugar, se va a mostrar un mapa de conocimientos para todos los años desde 1999 hasta 2021. En los 154 documentos, hay un total de 3.219 referencias citadas, de las cuales 72 cumplen con el umbral de un mínimo de 10 ocurrencias por término.

**GRÁFICO 10:** Mapa basado en palabras clave del periodo comprendido entre el año 1999 y 2021



**FUENTE:** Elaboración propia a través de VOSviewer con los datos extraídos de Web of Science

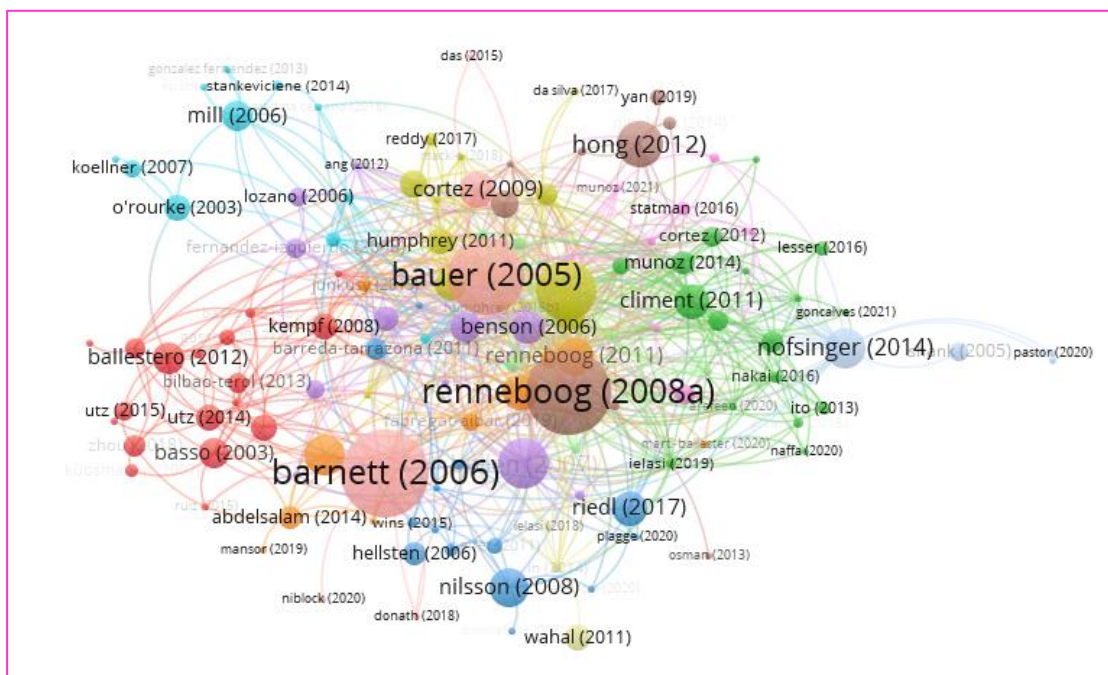
En esta primera ilustración global, se observan cuatro grandes familias, ya que los nodos con el mismo color pertenecen al mismo grupo. Los círculos rojos lo lideran los fondos de inversión socialmente responsables y se relaciona con la decisión que toman las compañías para invertir en fondos de inversión socialmente responsables. Los de color amarillo están liderados por el término de sostenibilidad y está relacionado con temas de fondos éticos e inversión ética. Además, este cluster es familia de los clusters rojos. Los de color azul lo lideran los fondos de inversión y se identifica con el enfoque de la metodología de diseño de los fondos de inversión. Por último, los de color verde lo lideran términos institucionales descriptivos tales como fondo convencional y periodo.

#### 4.3.1. ANÁLISIS DE CITAS

En el siguiente apartado, se va a realizar un análisis de citas a partir de los datos bibliográficos. Los análisis de citas identifican los documentos más citados y, por lo tanto, los más destacados en un campo de investigación determinado.

En primer lugar, se va a analizar la red de citas de autores de los fondos de inversión socialmente responsables. De los 154 documentos, hay un total de 320 autores, de las cuales 5 cumplen con el umbral de un mínimo de 5 documentos por autor.

**GRAFICO 11:** Red de citas de autores de fondos de inversión socialmente responsables



**FUENTE:** Elaboración propia a través de VOSviewer con los datos extraídos de Web of Science

Aparecen los autores más citados y la influencia de cada uno de ellos. También aparecen clusters de autores, de forma que se aprecian varias familias. La posición central la ocupan los autores Bauer et al. (2005) de Erasmus University Rotterdam, Países Bajos, Renneboog et al. (2008) de University of Warwick, Inglaterra y Barnett y Salomon (2006) de State University of Florida, USA.

Los clusters de color verde corresponden a autores de España, Portugal, Japón, Hungría, Alemania e Italia. En tonos rojos hay autores de USA como son Utz et al. (2014, 2015) y un autor de España, otro de Alemania y otro de Italia.

En los clusters azules oscuros, se identifican los autores procedentes de Países Bajos, Inglaterra, Suecia, Alemania y Rumania, mientras que en los azules claros se encuentran los autores de Suiza, Francia y Lituania.

Por último, en los clusters de color amarillo los autores visualizados son Reddy et al. (2017) de Escocia y Humphrey (2011) de Australia y en los tonos lilas están autores pertenecientes a España, Países Bajos y Malasia.

En segundo lugar, se muestra la tabla con las revistas en las que más se han citado artículos y los documentos que se han publicado en ellas.

**TABLA 4:** *Principales revistas con el número de publicaciones recibidos y las citas de cada uno de ellos*

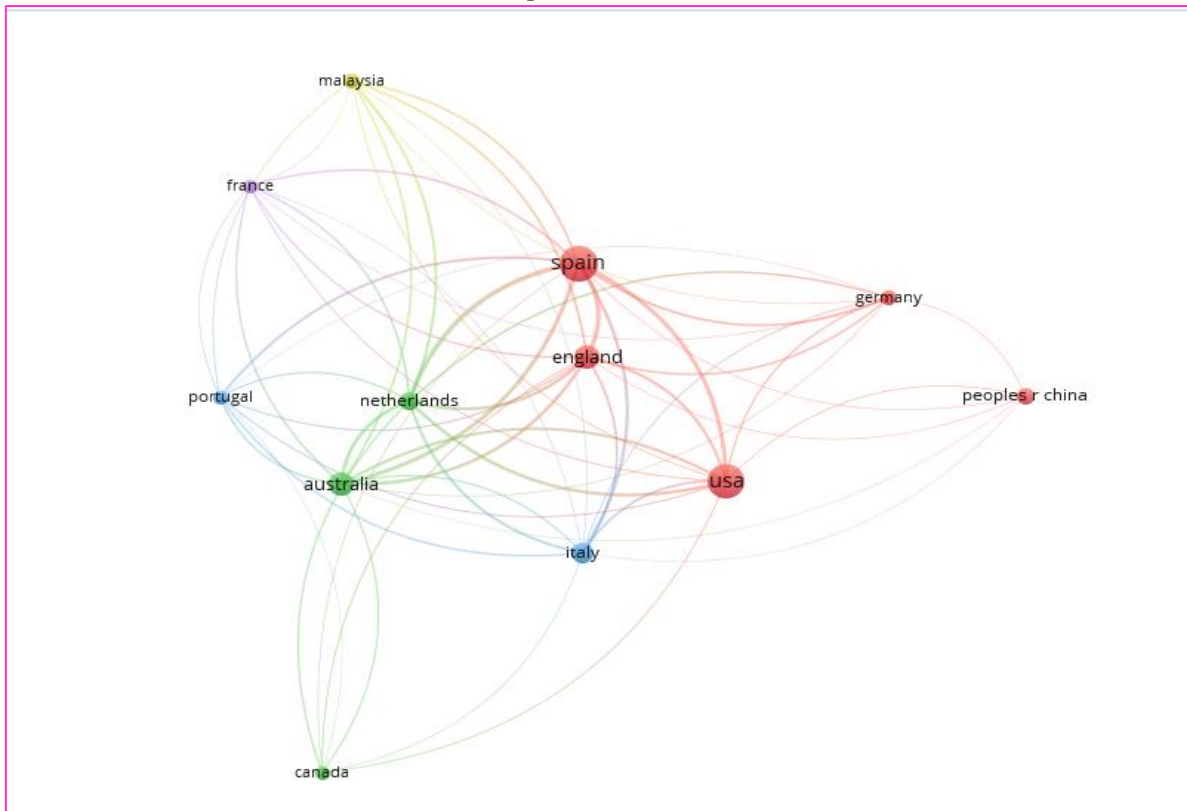
<i>Revistas</i>	<i>Documentos</i>	<i>Citas</i>
Journal of Banking and Finance	7	4368
Journal of Business Ethics	21	2834
Sustainability	8	1139
European Journal of Operational Research	6	219

**FUENTE:** Elaboración propia

En la Tabla 4 se observan las cuatro revistas donde más citas ha habido sobre los fondos de inversión socialmente responsables. Otras revistas donde también se han publicado y citado artículos, aunque en menor cantidad tanto de documentos como de citas, han sido en International Journal of Finance and Economics, European Financial Management, Information Sciences, Journal of Business Finance & Accounting, entre otras. Todas estas revistas son del ámbito económico-financiero.

Por último, se muestra los países en los que se han desarrollado estas publicaciones analizadas y cuáles son más relevantes. En los 154 documentos, hay un total de 34 países, de los cuales 12 cumplen con el umbral de un mínimo de 5 documentos por un país.

**GRÁFICO 12:** Red de citas de fondos de inversión socialmente responsables por países



**FUENTE:** Elaboración propia a través de VOSviewer con los datos extraídos de Web of Science

A simple vista se observa que el país que más influencia tiene es España, se le une Estados Unidos como un gran país divulgador de estas informaciones y artículos. Ambos lideran un grupo de países que están en color rojo. Por otro lado, en el grupo verde, el líder es Australia y está relacionado con Países Bajos y Canadá. Por último, en los clusters de tono azul, estarían Portugal y Francia e Italia.

#### 4.3.2. ANÁLISIS DE CO-CITAS

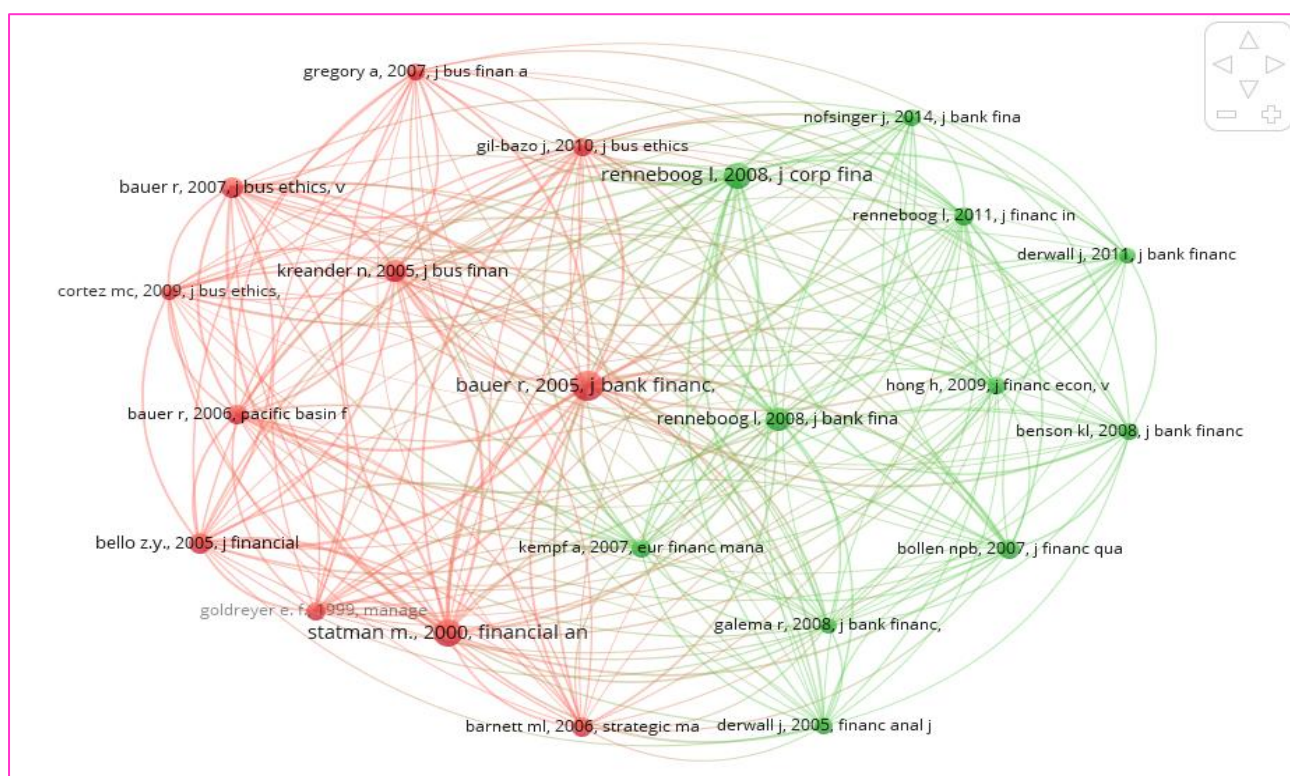
Antes de comenzar con el análisis de co-citas, se va a explicar la diferencia que existe entre un análisis de citas y un análisis de co-citas. El primero se trata de un método más común de la bibliometría y hace uso de las citas en las publicaciones académicas para establecer enlaces y relaciones temáticas entre los trabajos de los académicos y el análisis de co-citas parte de dos o más documentos que son citados conjuntamente en un trabajo posterior. En este análisis cuanto mayor sea la frecuencia de co-citas, mayor será la afinidad entre los autores. La intensidad de esta relación entre autores viene por la



cantidad de documentos citados que tienen el mismo par de documentos en sus referencias (Miguel et al. 2007). En el análisis de co-citas también se pueden utilizar diferentes tipos de co-citas según la unidad de análisis.

En primer lugar, se va a mostrar un análisis de documentos. En los 154 documentos, hay un total de 4.476 referencias citadas, de las cuales 32 cumplen con el umbral de un mínimo de 20 citas por artículos. Para cada una de las 32 referencias citadas, se calculará la fuerza total de los vínculos de co-cita con otras referencias citadas. Se seleccionan las referencias citadas con la mayor fuerza total del enlace.

**GRÁFICO 13:** Red de co-citas de documentos de fondos socialmente responsables



**FUENTE:** Elaboración propia a través de VOSviewer con los datos extraídos de Web of Science

En el Gráfico 13, se observan dos grandes familias. El grupo rojo es el más importante en términos de fuerza total contando con 520 links y 73 citas, a diferencia del cluster verde que presenta 418 links y 53 citas.

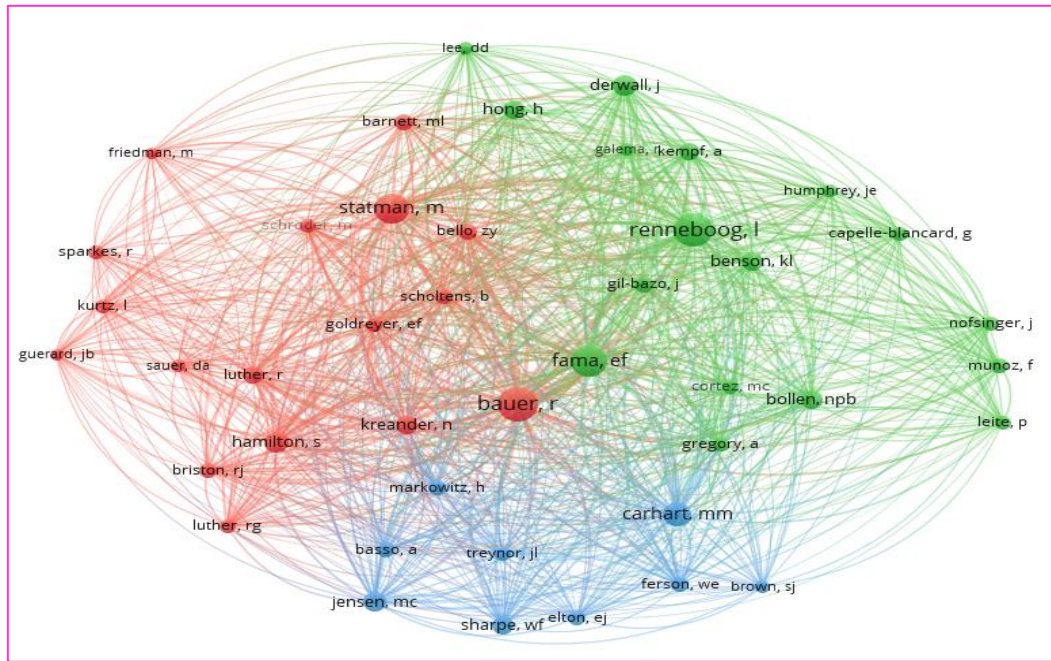
En el grupo rojo se representan los estudios influyentes sobre la teoría de la cartera moderna como Markowitz o Sharpe y la selección de la cartera de inversiones socialmente

responsables. En cuanto al mercado estadounidense, destacan los documentos de Statman y Glushkov (2016) y para el mercado de Reino Unido destaca Gregory et al. (2003). En Portugal, los autores más importantes en esta materia de investigación son Cortez et al. (2009). El documento de Bauer et al. (2005), perteneciente a Países Bajos, es el que mayor fuerza de conexión presenta en esta familia.

El grupo verde representa los artículos incluyentes sobre los fondos ISR y contiene artículos que explican el desempeño de los fondos ISR, utilizando el alfa de Jensen, la relación de Sharpe y la de Treynor y Mazuy como medidas de rendimiento y los compara con los fondos convencionales. Los resultados sugieren que los flujos de fondos de SRI son menos sensibles a los rendimientos que los fondos convencionales. En este grupo, para el mercado de Estados Unidos destaca Hong y Kostovetsky (2012), mientras que para el mercado de Reino Unido destacan Renneboog et al. (2008). En Australia destacan Benson y Humphrey (2008) y en los Países Bajos, Derwall y Koedijk. (2009). Por último, en Escocia destacan los siguientes autores, Nofsinger y Varma (2014).

El siguiente estudio de co-citas, en el Gráfico 14, se analiza la red de co-citas del autor sobre fondos de inversión socialmente responsables. Hay un total de 3.176 autores en los 154 documentos analizados, de los cuales los 43 más citados se muestran en la siguiente ilustración. Cada nodo representa un autor y su tamaño indica el número de veces que se hizo referencia al autor en los 154 documentos. Decir que un vínculo entre dos nodos indica una relación de co-cita.

**GRÁFICO 14:** Red de co-citas de autores de fondos de inversión socialmente responsables

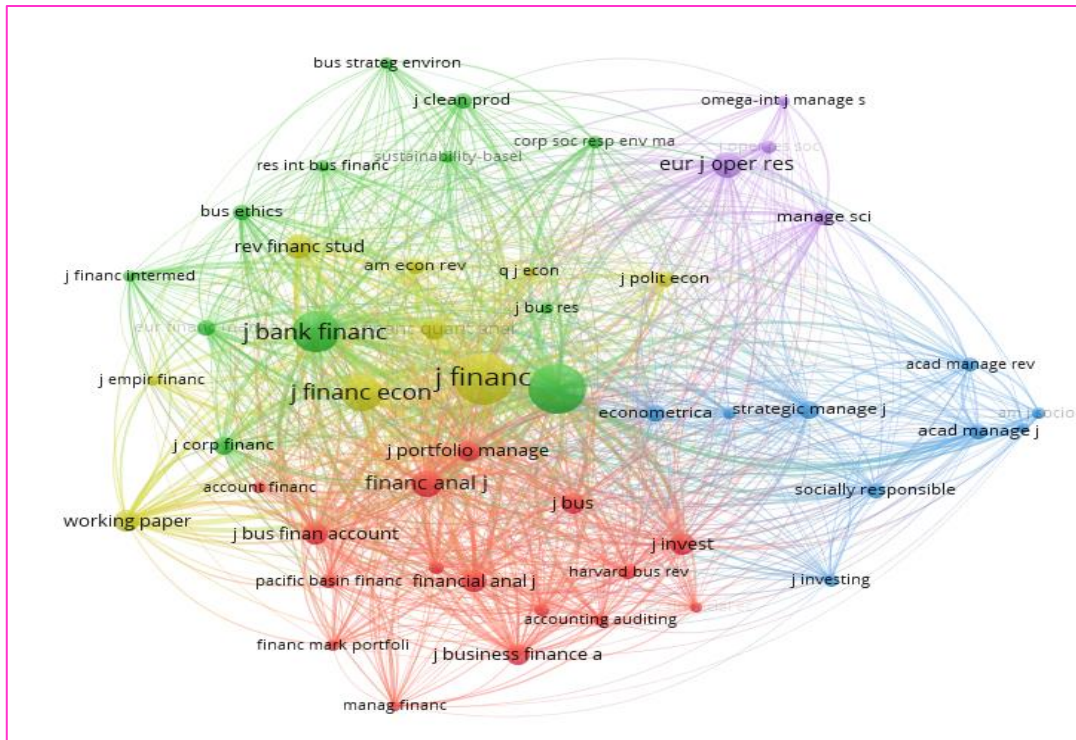


**FUENTE:** Elaboración propia a través de VOSviewer con los datos extraídos de Web of Science

Es importante señalar que Bauer es el autor central en el mapa por ser uno de los autores especializados en temas de inversión socialmente responsable, destacando el artículo publicado en 2005 titulado “International evidence on ethical mutual fund performance and investment style” con 405 citas en Web of Science, como ya se ha comentado anteriormente en el Gráfico 13. Cabe destacar que la mayoría de estos estudios económicos se han centrado en el impacto del riesgo y el rendimiento de los fondos de inversión socialmente.

El tercer y último estudio de co-citas analiza la red de revistas sobre fondos socialmente responsables. En esta muestra de 154 documentos, un total de 2.079 fuentes citadas han sido identificadas. En la siguiente ilustración (Gráfico 15) se muestran las 50 fuentes más citadas. Cada nodo representa una fuente y el tamaño de cada nodo representa el número de citas recibidas.

**GRÁFICO 15:** Red de co-citas de fuentes de fondos de inversión socialmente responsables



**FUENTE:** Elaboración propia a través de VOSviewer con los datos extraídos de Web of Science

Si se relacionan los clusters visualizados en el mapa del gráfico con las categorías de Web of Science, se observa que en los clusters de tono morado se encuentra la categoría de **Management** (European Journal of Operational Research, Management Science, y Omega-International Journal of Management Science), los verdes corresponden a las categorías de **Economics, Business Finance, Business/Ethics, Environment Studies/Business/Management** (Journal of Corporate Finance, Journal of Business Research, Journal of Banking & Finance, International Journal of Corporate Social Responsibility, Research in International Business and Finance, Journal of Business Ethics, Business Strategy and the Environment, Journal of Financial Intermediation, entre otras), en los de tono amarillo se identifica la categoría **Economics/Business, Finance** (Review of Financial Studies, Journal of Finance, Journal of Financial Economics, Journal of Political Economy, Journal of Financial and Quantitative Analysis, Journal of Political Economy, Journal of Empirical Finance, American Economic Review y Quartely Journal of Economics).



Los de tono rojo son familia del tono amarillo, por lo tanto, también muestra las revistas relacionadas con **Economics/Business, Finance** (Journal of Business Finance & Accounting, Financial Analysts Journal, Journal of Portfolio Management, Financial Management, Review of Finance, Accounting & Finance, Accounting Auditing & Accountability Journal, Journal of Business, Pacific-Basin Finance Journal).

Por último, en los clusters de color azul se muestra la categoría **Business/Management y Economics/Social Sciences, Mathematical Methods** (Academy of Management Journal, Journal of the Econometric Society, Journal of Investing, Strategic Management Journal, Social Responsibility Journal).

Journal of Finance es la fuente que más citas tiene, concretamente son 459 y presenta una fuerza de enlace total de 13.600. Cabe señalar el alcance de esta revista donde se publican artículos clásicos sobre teoría de carteras y desempeño de fondos de inversión. Por otro lado, la revista Journal of Business Ethics obtiene un total de 454 citas y una fuerza de enlace de 11.932. Esta revista cubre cuestiones éticas relacionadas con los negocios y finanzas, por lo que este resultado es de esperar. Estas dos revistas son las más importantes según el número de citas que presentan.

## 5. CONCLUSIONES

Para terminar con el presente trabajo sobre los fondos de inversión socialmente responsables se van a exponer las conclusiones finales que se han obtenido una vez realizado el análisis a lo largo de todo el trabajo.

Los fondos de inversión socialmente responsables consisten en institución de inversión colectiva a largo plazo que integran factores ambientales, sociales y de gobierno corporativo y los elementos que deben incluir estos fondos son política de inversión ética y con responsabilidad social, preselección del catálogo de valores invertibles, selección de valores, equipos de investigación ética, metodología de la preselección de empresas, institución de control independientes y partícipes o inversores. Los tipos de fondos de inversión de estas características que hay son fondos de inversión éticos, ecológicos y solidarios.

La inversión socialmente responsable es un elemento que cobra importancia en la actualidad y que integra criterios económicos, sociales, medioambientales y de gobierno corporativo con el fin de ayudar a la toma de decisiones. Entre las diferentes estrategias

expuestas en la primera parte del trabajo, se llega a la conclusión de que la estrategia de exclusiones negativas es la estrategia que más predomina, a pesar de haber disminuido con respecto a otros años y las inversiones de impacto son las que han crecido en el año 2020.

En cuanto a la regulación de estos fondos, la normativa se divide en cuatro niveles: acuerdos internacionales gubernamentales, acuerdos de organizaciones internacionales regionales, (destacando en este nivel el Reglamento europeo de finanzas sostenibles), el ordenamiento jurídico español y los acuerdos de autorregulación sectorial adoptados por asociaciones como Inverco, Spainsif y Eurosif.

El patrimonio de los fondos ISR nacionales tiende a aumentar, aunque sí que es cierto que no existen grandes variaciones en el patrimonio de estos fondos de un año a otro. Además, se puede concluir que la inversión colectiva en España ha ido creciendo notablemente en los últimos años al igual el patrimonio de fondos ISR y la tendencia de ambas es seguir creciendo.

La tendencia en cuanto al número de fondos ISR es creciente tanto en los fondos ISR nacionales como en los extranjeros, aunque en los fondos ISR extranjeros parecen que han disminuido en mayor proporción en el último año 2019 con respecto a los demás años. A pesar de ello, se prevé que vayan creciendo más.

Este trabajo también tenía como objetivo identificar qué documentos son los más influyentes en la literatura. Por ello, se ha realizado un análisis bibliométrico utilizando el programa VOSviewer y la base de datos Web of Science y se han analizado 154 documentos en total entre el año 1999 y 2021, siendo el periodo de 2005 a 2008 en el cual se citaron más artículos sobre los fondos de inversión socialmente responsables.

El tipo de documento de la mayoría de estas publicaciones son artículos y la categoría de Web of Science que predomina en las publicaciones es Business Finance. En cuanto a las áreas de investigación, la que destaca a grandes rasgos es Social Sciences. Se puede decir que tanto España como Estados Unidos, han sido dos países donde el número de publicaciones sobre los fondos de inversión socialmente responsables ha sido mayor y por lo tanto son los principales divulgadores de artículos sobre este tema en cuestión.

Los autores más influyentes en el campo de la investigación de los fondos ISR, en términos de citas y co-citas son: Bauer et al. (2005) cuya publicación es “International evidence on ethical mutual fund performance and investment style”, ya que contiene 405 citas en Web of Science, Renneboog et al. (2008) con la publicación “Socially responsible investments: Institutional aspects, performance, and investor behavior” y Barnett y Salomon (2006) con la publicación “Beyond Dichotomy: The curvilinear relationship between social responsibility and financial performance”.

A nivel de fuentes y número de citas recibidas, la revista que destaca es Journal of Banking and Finance, a pesar de ser la revista Journal of Business Ethics la que más artículos publicó. Además, se ha relacionado las revistas en las que se han publicado los documentos analizados con las categorías a las que pertenecen y se han mostrado cuatro familias distintas: Management; Economics, Business Finance, Business/Ethics; Environment Studies/Business/Management; Economics/Business Finance y Business/Management, Economics/Social Sciences, Mathematical Methods.

En los documentos analizados hay dos grandes familias diferenciadas por dos escuelas de pensamiento. Por un lado, están los estudios que se centran en la teoría de la cartera moderna como Markowitz o Sharpe y la selección de la cartera de inversiones socialmente responsables y por otro lado los que explican el desempeño de los fondos ISR, utilizando el alfa de Jensen, la relación de Sharpe y la de Treynor y Mazuy como medidas de rendimiento y los compara con los fondos convencionales.

Para finalizar, cabe mencionar una limitación que ha presentado la realización de este trabajo y es la reducción de la muestra de documentos, lo que ha restringido la interpretación de los mapas.

## BIBLIOGRAFÍA

- ALBAREDA, L (2001). Fondos de inversión éticos, ecológicos y solidarios en España. *Asociación Española de Contabilidad y Auditoría de Cuentas (AECA)*. 74(6) 13-19
- BALAGUER, R. (2007). La inversión socialmente responsable y la responsabilidad social empresarial en los mercados financieros: una aplicación a las instituciones gestoras en España. *Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV)*. 78(8) 34-38
- BARNETT, M. L. y SALOMON, R. M. (2006). Beyond Dichotomy: The curvilinear relationship between social responsibility and financial performance. *Strategic management journal*. 27(11) 1101-1122.
- BAUER, R.; KOEDIJK, K y OTTEN, R. (2005) International evidence on ethical mutual fund performance and investment style. *Journal of Banking Finance*. 29(10) 1751–1767
- BENSON, K. L. y HUMPHREY, J. E. (2008). Socially responsible investment funds: Investor reaction to current and past returns. *Journal of Banking & Finance*. 32(9) 1850-1859.
- BIEKSA, K.; ZINIENÉ, A. y VALIULÉ, V. (2021). Sustainable Investment—A Solution to Reduce Environmental Footprint. *Energies*. 14(11) 3104
- CNMV (Comisión Nacional de Mercado de Valores) (2018). Plan de Acción de Finanzas Sostenibles de la Comisión Europea. [en línea] <<https://www.cnmv.es/portal/Finanzas-Sostenibles/Plan-accion-CE.aspx>> (consulta: 31/03/2021)
- CNMV (Comisión Nacional de Mercado de Valores) (2021a). Tipos de fondos. [en línea] <<https://www.cnmv.es/Portal/inversor/Fondos-Tipos.aspx>> (consulta: 31/03/2021)
- CNMV (Comisión Nacional de Mercado de Valores) (2021b). La CNMV publica criterios para la aplicación de la nueva normativa europea en materia ambiental, social y de gobernanza (ASG) en los servicios financieros. [en línea] <<https://newslettercnmv.acblnk.com/url/ver/64792441/1389170/58d99179c9482c68e9ecc2a4fc5d8cf9>> (consulta: 14/06/2021)
- COMPROMISO RSE (Responsabilidad Social Empresarial) (2021). Los avances regulatorios impulsan las finanzas sostenibles en el ámbito empresarial. [en línea] <<https://www.compromisorse.com/rse/2021/04/09/los-avances-regulatorios-impulsan-las-finanzas-sostenibles-en-el-ambito-empresarial/>> (consulta: 10/04/2021)



- CORTÉS, F. (2008). La inversión socialmente responsable y la banca ética. *Revista de análisis y reflexión teológica*. 43(3) 225-234
- CORTEZ, M. C.; SILVIA, F. y AREAL, N. (2009). The performance of European socially responsible funds. *Journal of business ethics*. 87(4) 573-588.
- COWEN, S.; FERRERI, L. y PARKER, D. (1987). The impact of corporate characteristics on social responsibility disclosure: a tipology and frequency-based analysis, *Accounting Organizations and Society*. 12(2) 111-122
- D'ANTONIO, L.; JOHNSEN, T. y HUTTON, R.B. (1997). Expanding socially screened portfolios: An attribution Analysis of Bond Performance, *The Journal of Investing*. 6(4) 79-86
- DERWALL, J. y KOEDIJK, K. (2009). Socially responsible fixed-income funds. *Journal of Business Finance & Accounting*. 36(1-2) 210-229.
- DHYMES, P.J. (1998). Socially Responsible Investment: Is it Profitable?, *The Investment research guide to socially responsible investing*. 32(2) 264-284
- ECONOMISTAS SIN FRONTERAS (2021). Laboratorio Fondos ISR de Economistas sin Fronteras. [en línea] <<https://ecosfron.org/laboratorio-de-fondos-isr-de-economistas-sin-fronteras/>> (consulta: 10/04/2021)
- ECOTICIAS.COM (2020). Inversión Ecológica, Sostenible y Responsable. [en línea] <<https://www.ecoticias.com/sostenibilidad/198658/inversion-ecologica-sostenible-responsable-fondos-inversion>> (consulta: 8/03/2021)
- ESCRIG-OLMEDO, E; FERNÁNDEZ-IZQUIERDO, M.A.; FERRERO-FERRERO, I.; RIBERA-LIRIO, J.M. y MUÑOZ-TORRES, M.J. (2019). Rating the Raters: Evaluating how ESG Rating Agencies Integrate Sustainability Principles. *MDPI Sustainability*. 11(3) 13-15
- EUROSIF (2006). European SRI Study | 2006. [en línea] <[http://www.eurosif.org/wp-content/uploads/2014/04/eurosif\\_sristudy\\_2006\\_complete.pdf](http://www.eurosif.org/wp-content/uploads/2014/04/eurosif_sristudy_2006_complete.pdf)> (consulta: 20/02/2021)
- EUROSIF (2021). Global Sustainable Investment Alliance (GSIA). [en línea] <<http://www.eurosif.org/our-network/gsia/>> (consulta: 31/03/2021)

EXPANSIÓN (2021). El reglamento europeo de finanzas sostenibles entra hoy en vigor. [en línea]

<<https://www.expansion.com/mercados/fondos/2021/03/10/6048adaa468aeb233d8b45c5.html?intcmp=NOT002>> (consulta: 13/03/2021)

FECYT (2021). Fundación Española para la Ciencia y la Tecnología. [en línea], <<https://www.fecyt.es/es/recurso/recursos-cientificos>> (consulta 8/03/2021)

FERNÁNDEZ-IZQUIERDO y MUÑOZ-TORRES (2009). Inversión Socialmente Responsable: Estrategias, Instrumentos, Medición y Factores de Impulso. [en línea] *Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas (AECA)*.

FERRARI, M (2000). Historical Risk and Return of the Tobacco Industry in Cogan, Dougkas G. (ed.). *Tobacco divestment and Fiduciary Responsibility: A legal and Financial Analysis*, Investor Responsibility Research Center, January 2000.

GARCIA, I. (2021). Regulación ESG: Poniendo lo verde sobre claro. [en línea] Expansión<<https://www.expansion.com/economia-sostenible/2021/03/23/6059e35de5fdea856c8b4596.html>> (consulta: 11/04/2021)

GIL, L. (2015). Google Scholar: el buscador académico con mayor impacto. [en línea] <<https://socialmediaeninvestigacion.com/google-scholar-buscador-academico/>> (consulta 8/03/2021)

GLOBAL SUSTAINABLE INVESTMENT ALLIANCE (2018). Global Sustainable Investment Review 2018. [en línea] <<http://www.gsi-alliance.org/>> (consulta 10/03/2021)

GONZÁLEZ, P. (2020). Laboratorio de Fondos -Una plataforma de libre acceso sobre Inversión Socialmente Responsable. [en línea] < <https://www.agorarsc.org/laboratorio-de-fondos-una-plataforma-de-libre-acceso-sobre-inversion-socialmente-responsable/>> (consulta: 10/04/2021)

GOOGLE SCHOLAR (2021). Socially responsible investments funds. [en línea] <[https://scholar.google.es/scholar?hl=es&as\\_sdt=0%2C5&q=socially+responsible+investment+funds&btnG=&oq=socially+responsible+investment+funds](https://scholar.google.es/scholar?hl=es&as_sdt=0%2C5&q=socially+responsible+investment+funds&btnG=&oq=socially+responsible+investment+funds)> (consulta: 17/04/2021)

- GREGORY, A.; MATATKO, J. y LUTHER, R. (2003) Ethical unit trust financial performance: Small company effects and fund size effects. *Journal of Business Finance Accounting*. 24(2) 705–725
- HART, S.L. y AHUJA, G. (1994). Does it Pay to be Green? Paper presentado en la National meetings of the Academy of Management, Dallas. Texas.
- HONG, H. y KOSTOVETSKY, L. (2012). Red and blue investing: Values and finance. *Journal of Financial Economics*. 103(1) 1-19.
- HUGUES, A.; URBAN, M. A. y WÓJCIK, D. (2021). Alternative ESG Ratings: How Technological Innovation Is Reshaping Sustainable Investment. *Sustainability*. 13(6) 3551.
- HUMPHREY, J. (2011). Australian Socially Responsible Funds: Performance, Risk and Screening Intensity. *Journal of Business Ethics*. 102(4) 519-535.
- INVERCO (Asociación de Instituciones de Inversión Colectiva) (2018). Memoria 2018 Asociación de Instituciones de Inversión Colectiva Y Fondos de Pensiones. [en línea] <[http://www.inverco.es/archivosdb/c89\\_Memoria-2018.pdf](http://www.inverco.es/archivosdb/c89_Memoria-2018.pdf)> (consulta: 04/04/2021)
- JIMENEZ, A. (2020). ¿Qué son las instituciones de inversión colectiva? [en línea] <<https://www.antonioserranoacitores.com/instituciones-inversion-colectiva/>> (consulta: 20/02/2021)
- JOHNSON, R. y GREENING, D. (1994). Relationships Between Corporate Social Performance, Financial Performance, and Firm Governance. *Academy of Management Proceedings*. 25(1) 314-318
- LUCK, C y PILOTTE, N. (1993). “Domini Social Index Performance”. *The journal of Investing Fall*. 2 (3) 60-62
- McGUIRE, J.; SUNGDGREN, A. y SCHNEESWEIS, T. (1988). Corporate social responsibility and firm financial performance, *Academy of Management Journal*. 31 (4), 854-872
- MIGUEL, S., MOYA-ANEGÓN, F. y HERRERO-SOLANA, V. (2007). Co-citation analysis as research method in Library Information Science. *Investigación bibliotecológica*, 21(43) 139-155

- MORRIS, S.; REHBEIN, K.; HOSSEINI, J. y ARMOCOST, R. (1990). Building a current profile of socially responsive firms. In *Proceedings of the International Association for Business and Society*. 42(1) 593-606
- MOSKOWITZ, M. (1972). Choosing socially responsible stocks. *Business and society review*. 1(1) 71-75.
- MOSKOWITZ, M. (1975). Profiles in corporate responsibility: The ten worst and the ten best. *Business and Society Review*. 13(8) 42.
- MUELLER, S. (1991). The opportunity cost of discipleship: Ethical mutual funds and their returns. *Sociological Analysis*. 52(1) 111-124.
- NOFSINGER, J. y VARMA, A. (2014). Socially responsible funds and market crises. *Journal of Banking & Finance*. 48(1) 180-193.
- ORLITZKY, M. (2001). Does firm size confound the relationship between corporate social performance and firm financial performance? *Journal of Business Ethics*. 33(2) 167-180
- OWADALLY, I.; MWIZERE, J. R.; KALIDAS, N.; MURUGESU, K., y HASHIF, M. (2021). Long-Term Sustainable Investment for Retirement. *Sustainability*. 13(9) 5000.
- PLANA, A. (2020). Origen, desarrollo y futuro de las inversiones socialmente responsables (ISR). *Revista Española de Capital Riesgo*. 32(2) 39-58
- REDDY, K.; MIRZA, N. y NAQVI, B. et al. (2017). Comparative risk adjusted performance of Islamic, socially responsible and conventional funds: Evidence from United Kingdom. *Economic Modelling*. 66(3) 233-243.
- RENNEBOOG, L.; TER HORST, J y ZHANG, CD (2008). Socially responsible investments: Institutional aspects, performance, and investor behavior. *Journal of banking & Finance*. 32(9) 1723-1742
- RODGER, L. (2014). Fondos éticos y solidarios. [en línea] <<https://n9.cl/s4e7>>(consulta:8/03/2021)
- ROMAN, R; HAYIBOR, S. y AGLE, B.R. (1999). The relationship between social and financial performance. *Business & Society*. 38(1) 109-117

SAUER, S.A. (1997). The impact of social responsibility screens on investment. *Review of Financial Economics*. 6(2) 137-149.

SCIARELLI, M., COSIMATO, S., LANDI, G. y IANDOLO, F. (2021). Socially responsible investment strategies for the transition towards sustainable development: the importance of integrating and communicating ESG. *The TQM Journal*. 33(7) 1754-2731

SERRANO, A. (2020). ¿Qué son las instituciones de inversión colectiva? [en línea] <<https://www.antonioserranoacitores.com/instituciones-inversion-colectiva/>> (consulta: 23/02/2021)

SHIELDS, R.; AJOUR EL ZEIN, S. y VILA BRUNET, N. (2021). An Analysis on the NASDAQ's Potential for Sustainable Investment Practices during the Financial Shock from COVID-19. *Sustainability*. 13(7) 3748

SPAINSIF (2020). La inversión sostenible y responsable en España. [en línea] <<https://www.spainsif.es/estudio-spainsif-2020/>> (consulta 23/02/2021)

STATMAN, M. y GLUSHKOV, D. (2016). Classifying and measuring the performance of socially responsible mutual funds. *The Journal of Portfolio Management*. 42(2)140-151.

UTZ, S.; WIMMER, M.; HIRSCHBERGER, M. y STEUER, R.E. (2014). Tri-criterion inverse portfolio optimization with application to socially responsible mutual funds. *European Journal of Operational Research*. 234(2) 491-498.

UTZ, S.; WIMMER, M.; HIRSCHBERGER, M. y STEUER, R.E. (2015). Tr-criterion modeling for constructing more-sustainable mutual funds. *European Journal of Operational Research*. 246(1) 331-338.

VOSviewer (2020). [en línea] <<https://www.vosviewer.com/>> (consulta: 8/03/2021)

WADDOCK, S.A. y GRAVES, S.B. (1997). The corporate social performance-financial performance link. *Strategic Management Journal*. 18(4) 303-319

WEB OF SCIENCE (2021). Socially responsible investments funds. [en línea] <[http://apps.webofknowledge.com/cuarzo.unizar.es:9090/WOS\\_GeneralSearch\\_input.do?product=WOS&search\\_mode=GeneralSearch&SID=C6RhmYijxlSCy4Iy2wi&preferencesSaved=>](http://apps.webofknowledge.com/cuarzo.unizar.es:9090/WOS_GeneralSearch_input.do?product=WOS&search_mode=GeneralSearch&SID=C6RhmYijxlSCy4Iy2wi&preferencesSaved=>)> (consulta: 17/04/2021)

WOKUTCH, R.E. y SPENCER, B.A. (1987). Corporate saints and sinners. The effects of philanthropic and illegl activity on organizational perfomrance. *California Management Review*. 29(2) 62-77

YAN, S., FERRARO, F, y ALMANDOZ, J. (2019). The Rise of Socially Responsible Investment Funds: *The Paradoxical Role of the Financial Logic*. *Administrative Science Quarterly*. 64(2) 466-501